

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации
федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования
**«НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ТОМСКИЙ ПОЛИТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»**

Школа инженерного предпринимательства
Направление подготовки 38.04.02 Менеджмент

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

| Тема работы |
|---|
| Оценка капитализации нефтегазовой компании |

УДК 658.14

Студент

| Группа | ФИО | Подпись | Дата |
|---------|--------------|---------|------|
| О-2ЭМ61 | Козлова М.А. | | |

Руководитель

| Должность | ФИО | Ученая степень, звание | Подпись | Дата |
|-----------|---------------|---------------------------|---------|------|
| доцент | Антонова И.С. | к.э.н. | | |

КОНСУЛЬТАНТЫ:

По разделу «Социальная ответственность»

| Должность | ФИО | Ученая степень, звание | Подпись | Дата |
|-----------|-----------------|---------------------------|---------|------|
| доцент | Черепанова Н.В. | к.ф.н. | | |

Нормоконтроль

| Должность | ФИО | Ученая степень, звание | Подпись | Дата |
|-----------------------|--------------|---------------------------|---------|------|
| старший преподаватель | Громова Т.В. | - | | |

ДОПУСТИТЬ К ЗАЩИТЕ:

| Руководитель ООП | ФИО | Ученая степень, звание | Подпись | Дата |
|------------------|----------------|---------------------------|---------|------|
| доцент | Чистякова Н.О. | к.э.н. | | |

Томск – 2019

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации
федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования
**«НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ТОМСКИЙ ПОЛИТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»**

Школа инженерного предпринимательства
Направление подготовки 38.04.02 Менеджмент

УТВЕРЖДАЮ:
Руководитель ООП

(Подпись) (Дата) (Ф.И.О.)

ЗАДАНИЕ

на выполнение выпускной квалификационной работы

В форме:

| |
|--------------------------|
| магистерской диссертации |
|--------------------------|

Студенту:

| Группа | ФИО |
|---------|------------------------------|
| О-2ЭМ61 | Козловой Марии Александровне |

Тема работы:

| Оценка капитализации нефтегазовой компании | |
|---|----------------------------|
| Утверждена приказом директора (дата, номер) | № 11023/с от 21.12.2018 г. |

Срок сдачи студентом выполненной работы:

| |
|--|
| |
|--|

ТЕХНИЧЕСКОЕ ЗАДАНИЕ

| | |
|---|--|
| Исходные данные к работе | Экономическая и бухгалтерская отчётность ПАО «Газпром», законодательные акты, интернет-ресурсы, учебная литература и периодические издания в области экономических наук. |
| Перечень подлежащих исследованию, проектированию и разработке вопросов | 1) Теоретические основы формирования капитализации нефтегазовой компании; 2) Проблемы формирования капитализации ПАО «Газпром»; 3) Совершенствование методов оценки капитализации ПАО «Газпром»; 4) Управление капитализацией компании. |
| Перечень графического материала <i>(с точным указанием обязательных чертежей)</i> | Рисунок 1 – Подходы к определению сущности капитализации Рисунок 2 – Факторы, влияющие на оценку капитализации компании Рисунок 3 – Отраслевая структура российского рынка акций на 2017 год Рисунок 4 – Динамика колебания цены нефти марки Brent Рисунок 5 – Рейтинг крупнейших стран-экспортеров за 2017 год Рисунок 6 – Объемы добычи ПАО «Газ- |

| | |
|--|---|
| | <p>пром» за 2017 год</p> <p>Рисунок 7 – Структура акционерного капитала ПАО «Газпром» на 2017 год</p> <p>Рисунок 8 – Изменение структуры акционерного капитала ПАО «Газпром» за последние три года</p> <p>Рисунок 9 – Структура корпоративного управления ПАО «Газпром»</p> <p>Рисунок 10 – Схема оценки качества корпоративного управления</p> <p>Рисунок 11 – Структура активов ПАО «Газпром» за 2017 год</p> <p>Рисунок 12 – Структура капитала ПАО «Газпром» за 2017 год</p> <p>Рисунок 13 – Динамика чистых активов и уставного капитала ПАО «Газпром»</p> <p>Рисунок 14 – Изменение значений коэффициентов ликвидности ПАО «Газпром»</p> <p>Рисунок 15 – Динамика выручки и чистой прибыли ПАО «Газпром»</p> <p>Рисунок 16 – Динамика показателей рентабельности ПАО «Газпром»</p> <p>Рисунок 17 – Показатели качества корпоративного управления и рыночной капитализации ПАО «Газпром»</p> <p>Рисунок 18 – Динамика курса акций ПАО «Газпром» за 2015-2017 года</p> <p>Рисунок 19 – Динамика капитализации ПАО «Газпром»</p> <p>Таблица 1 – Основные функции капитализации</p> <p>Таблица 2 – Оценочные методы расчета капитализации компании</p> <p>Таблица 3 – Топ-10 компаний по рыночной капитализации в РФ на 2017 год</p> <p>Таблица 4 – Динамика рыночной капитализации нефтегазовых компаний РФ</p> <p>Таблица 5 – Динамика позиций нефтегазовых компаний РФ в мировом рейтинге</p> <p>Таблица 6 – Расчет коэффициента корреляции ПАО «Газпром» (2007-2017 гг.)</p> <p>Таблица 7 – Матрица стратегий ПАО «Газпром»</p> <p>Таблица 8 – Агрегированный баланс ПАО «Газпром»</p> <p>Таблица 9 – Стоимость чистых активов ПАО «Газпром»</p> <p>Таблица 10 – Показатели финансовой устойчивости ПАО «Газпром»</p> <p>Таблица 11 – Абсолютные показатели финансовой устойчивости ПАО «Газпром»</p> <p>Таблица 12 – Коэффициенты ликвидности ПАО «Газпром»</p> <p>Таблица 13 – Агрегированный отчет о фи-</p> |
|--|---|

| | |
|---|---|
| | <p>нансовых результатах ПАО «Газпром»</p> <p>Таблица 14 – Динамика показателей рентабельности ПАО «Газпром»</p> <p>Таблица 15 – Динамика показателей оборачиваемости ПАО «Газпром»</p> <p>Таблица 16 – Расчетные значения коэффициентов качества корпоративного управления ПАО «Газпром»</p> <p>Таблица 17 – Обобщенный показатель качества корпоративного управления ПАО «Газпром»</p> <p>Таблица 18 – Определение стоимости ПАО «Газпром» методом рыночной капитализации акций</p> <p>Таблица 19 – Расчет капитализации ПАО «Газпром» методом капитализации доходов в млн. руб.</p> <p>Таблица 20 – Расчет капитализации ПАО «Газпром» методом чистых активов в млн. руб.</p> <p>Таблица 21 – Расчет капитализации ПАО «Газпром» методом капитализации акций в млн. руб.</p> <p>Таблица 22 – Обобщенная величина капитализации ПАО «Газпром» в млн. руб.</p> <p>Таблица 23 – Пути повышения эффективности управления капитализацией нефтегазовой компании</p> |
| Консультанты по разделам выпускной квалификационной работы (с указанием разделов) | |
| Раздел | Консультант |
| Социальная ответственность | Черепанова Н.В. |

| | |
|---|--|
| Дата выдачи задания на выполнение выпускной квалификационной работы по линейному графику | |
|---|--|

Задание выдал руководитель:

| Должность | ФИО | Ученая степень, звание | Подпись | Дата |
|-----------|---------------|------------------------|---------|------|
| доцент | Антонова И.С. | к.э.н. | | |

Задание принял к исполнению студент:

| Группа | ФИО | Подпись | Дата |
|---------|--------------|---------|------|
| О-2ЭМ61 | Козлова М.А. | | |

ЗАДАНИЕ ДЛЯ РАЗДЕЛА «СОЦИАЛЬНАЯ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ»

Студенту:

| Группа | ФИО |
|---------|------------------------------|
| О-2ЭМ61 | Козловой Марии Александровне |

| Школа | Инженерного пред- принимательства | Направление | 38.04.02 Менеджмент |
|--------------------------|--------------------------------------|-------------|---------------------|
| Уровень обра- зования | Магистратура | | |

Исходные данные к разделу «Социальная ответственность»:

| | |
|---|---|
| <p>1. Описание рабочего места (рабочей зоны, технологического процесса, используемого оборудования) на предмет возникновения:</p> <ul style="list-style-type: none"> – вредных проявлений факторов производственной среды (метеоусловия, вредные вещества, освещение, шумы, вибрации, электромагнитные поля, ионизирующие излучения и т.д.) – опасных проявлений факторов производственной среды (механической природы, термического характера, электрической, пожарной природы) – чрезвычайных ситуаций социального характера | <p>Описание рабочего места:</p> <p>1) Кабинет имеет естественное и искусственное освещение. Естественное освещение попадает в кабинет через световые проемы (окна). Площадь на одно рабочее место вместе с ПЭВМ составляет не менее 5м² а объём – не менее 10м³.</p> <p>2) Система отопления обеспечивает постоянное и равномерное нагревание воздуха в помещении в холодный период года. Система вентиляции обеспечивает постоянный приток свежего воздуха.</p> <p>3) Разработаны мероприятия по охране окружающей среды в соответствии с нормативными документами.</p> <p>4) На каждом этаже здания размещены планы эвакуации при ЧС, имеются запасные выходы, а также противопожарное оборудование для борьбы с ЧС в общедоступном месте.</p> <p>5) Условия труда отвечают всем действующим нормативно-правовым требованиям.</p> |
| <p>2. Список законодательных и нормативных документов по теме</p> | <p>В работе использованы следующие основные нормативные документы:</p> <p>1) СанПиН 2.2.4.548-96 «Гигиенические требования к микроклимату производственных помещений».</p> <p>2) ГОСТ 12.1.005-76 «Система стандартов безопасности труда. Воздух рабочей зоны. Общие санитарно-гигиенические требования».</p> <p>3) ГОСТ ИСО 8995-2002 «Принципы зрительной эргономики. Освещение рабочих систем внутри помещений».</p> <p>4) СН 2.2.4/2.1.8.562-96 «Шум на рабо-</p> |

| | |
|--|---|
| | <p>чих местах, в помещениях жилых, общественных зданий и на территории жилой застройки».</p> <p>5) ГОСТ 12.1.009-82 «Электробезопасность. Термины и определения».</p> <p>6) Федеральный закон от 10 января 2002 г. N 7-ФЗ "Об охране окружающей среды".</p> <p>7) СНиП 23-05-95 "Естественное и искусственное освещение" (утв. постановлением Минстроя РФ от 2 августа 1995 г. N 18-78) (с изменениями и дополнениями).</p> |
| Перечень вопросов, подлежащих исследованию, проектированию и разработке: | |
| <p>1. Анализ факторов внутренней социальной ответственности:</p> <ul style="list-style-type: none"> – принципы корпоративной культуры исследуемой организации; – системы организации труда и его безопасности; – развитие человеческих ресурсов через обучающие программы и программы подготовки и повышения квалификации; – системы социальных гарантий организации; – оказание помощи работникам в критических ситуациях. | <p>Проанализировать в качестве внутренних факторов социальной ответственности ПАО «Газпром»:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Прямых стейкхолдеров; 2) Определить структуру программы корпоративно социальной ответственности, а именно: проводимые мероприятия КСО, его элементы, сроки реализации и ожидаемые результаты мероприятия; 3) Определить затраты на программы корпоративно-социальной ответственности; 4) Дать рекомендации. |
| <p>2. Анализ факторов внешней социальной ответственности:</p> <ul style="list-style-type: none"> – содействие охране окружающей среды; – взаимодействие с местным сообществом и местной властью; – спонсорство и корпоративная благотворительность; – ответственность перед потребителями товаров и услуг (выпуск качественных товаров), – готовность участвовать в кризисных ситуациях и т.д. | <p>Проанализировать в качестве внешних факторов социальной ответственности ПАО «Газпром»:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Косвенных стейкхолдеров; 2) Определить структуру программы корпоративно социальной ответственности, а именно: проводимые мероприятия КСО, его элементы, сроки реализации и ожидаемые результаты мероприятия. 3) Определить затраты на программы корпоративно-социальной ответственности; 4) Дать рекомендации |
| <p>3. Правовые и организационные вопросы обеспечения социальной ответственности:</p> <ul style="list-style-type: none"> – анализ правовых норм трудового законодательства; – анализ специальных (характерные для исследуемой области деятельности) правовых и нормативных законодательных актов. – анализ внутренних нормативных документов и регламентов организации в области исследуемой деятельности. | <p>КСО регламентируется следующими положениями и рекомендациями:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. ГОСТ Р ИСО 26000-2010 «Руководство по социальной ответственности». 2. Серией международных стандартов систем экологического менеджмента ISO 14000. Центральный документ стандарта - ISO 14001 «Спецификации и руководство по использованию систем экологического менеджмента». 3. GRI (Global Reporting Initiative) – всемирная инициатива 4. SA 8000 – устанавливает нормы ответственности работодателя в области |

| | |
|--|--|
| | условий труда. |
| Перечень графического материала: | |
| При необходимости представить эскизные графические материалы к расчётному заданию (обязательно для специалистов и магистров) | Рисунок 20 – Основные виды КСО на предприятии Рисунок 21 – Основные стейкхолдеры на предприятии Таблица 24 – Структура программы КСО на предприятии Таблица 25 – Затраты на мероприятия КСО ПАО «Газпром» на 2017 год |

| | |
|--|--|
| Дата выдачи задания для раздела по линейному графику | |
|--|--|

Задание выдал консультант:

| Должность | ФИО | Ученая степень, звание | Подпись | Дата |
|-----------|-----------------|------------------------|---------|------|
| доцент | Черепанова Н.В. | к.ф.н. | | |

Задание принял к исполнению студент:

| Группа | ФИО | Подпись | Дата |
|---------|--------------|---------|------|
| О-2ЭМ61 | Козлова М.А. | | |

Реферат

Выпускная квалификационная работа содержит 107 страниц, 21 рисунок, 25 таблиц, 58 источников.

Ключевые слова: капитализация, оценка, методы, эффективность, нефтегазовая компания, ПАО «Газпром», управление.

Объектом исследования является: компания ПАО «Газпром».

Цель работы – совершенствование методики оценки капитализации нефтяной компании на примере ПАО «Газпром».

В процессе исследования проводился анализ основ и проблем формирования капитализации нефтегазовых компаний, а также проводилась оценка капитализации ПАО «Газпром».

В результате исследования были даны рекомендации по совершенствованию методики оценки и управлению капитализации ПАО «Газпром».

Область применения: компания ПАО «Газпром».

Экономическая эффективность/значимость работы: результаты исследования могут учитываться сотрудниками компании ПАО «Газпром, головная организация которого находится в городе Москва, а также акционерами компании. Данная работа позволит избежать ошибочной оценки капитализации, проанализировать влияние на показатель внешних факторов, а также дать оценку качеству системы корпоративного управления компании.

Обозначения и сокращения

ПАО – публичное акционерное общество;

ООО – общество с ограниченной ответственностью;

НК – нефтяная компания;

IPO – Initial Public Offering (первое публичное размещение акций);

PPO – Primary Public Offering (первичное публичное предложение акций основного выпуска);

SPO – Secondary Public Offering (вторичное публичное предложение акций дополнительного выпуска);

КСО – корпоративная социальная ответственность;

СПГ – сжиженный природный газ;

ГТР – геологоразведочные работы;

ЕСГ – единая система газоснабжения.

Оглавление

| | |
|---|-----|
| Введение..... | 11 |
| 1 Теоретические основы формирования капитализации нефтегазовой компании | 15 |
| 1.1 Сущность и формы проявления капитализации компании | 15 |
| 1.2 Факторы и методы оценки капитализации компании..... | 23 |
| 1.3 Анализ капитализации нефтегазовых компаний РФ..... | 33 |
| 2 Проблемы формирования капитализации ПАО «Газпром»..... | 41 |
| 2.1 Общая характеристика компании | 41 |
| 2.2 Структура акционерного капитала компании..... | 46 |
| 2.3 Структура корпоративного управления компании..... | 54 |
| 3 Совершенствование методов оценки капитализации ПАО «Газпром».... | 60 |
| 3.1 Оценка капитализации компании | 60 |
| 3.2 Управление капитализацией компании | 83 |
| 4 Социальная ответственность..... | 90 |
| Заключение | 99 |
| Список использованных источников | 102 |

Введение

Актуальность темы исследования. В условиях современной экономики рыночная капитализация отражает ожидания инвесторов, а потому является одним из основных показателей для сравнения нефтегазовых компаний. Многие рейтинговые агентства используют капитализацию в качестве основной сопоставляемой величины, а руководство компаний напрямую заинтересовано в повышении рыночной оценки компании.

Высокая величина капитализации компании становится критерием оценки эффективности работы менеджмента, показателем надежности и финансовой устойчивости компании, наличия перспектив в будущем. В силу указанных причин, для многих компаний целью деятельности становится повышение величины своей капитализации, что задает требования к наличию работающих механизмов обеспечения этого процесса. Среди российских компаний наиболее популярным средством достижения вышеуказанной цели стало включение их акций в торги на фондовой бирже, в предположении, что фондовый рынок способен дать объективную и обоснованную оценку величины капитализации компании. Вместе с тем, в литературе не раз ставился вопрос о недооценке российских компаний в сравнении с их западными аналогами вследствие неразвитости отечественного фондового рынка. В попытках устранить этот недостаток крупные компании с переменным успехом использовали такие способы, как: включение своих акций в торги на зарубежных фондовых площадках (замедляя тем самым расширение числа финансовых инструментов, обращающихся на российском рынке акций), повышение прозрачности деятельности, переход на международные стандарты отчетности.

Финансовый механизм обеспечения капитализации компаний в критические моменты оказался не в состоянии поддерживать устойчивый рост стоимости компаний. Одной из трудностей преодоления этой ситуации является отсутствие научных исследований, направленных на разработку финан-

совых механизмов наращивания капитализации компаний, зависящей не от спекуляций, а от усилий самих компаний.

В ходе написания магистерской диссертации рассмотрена тема: «Оценка капитализации нефтегазовой компании (на примере ПАО «Газпром»).

Степень разработанности темы исследования: вопросам сущности и значению капитализации как экономической категории посвящены труды таких ученых как Гальцевой О.В., Дедковой М.В., Козориз М. А.; И.А. Егерева, С. Мордашова, Ю.В. Козыря принимали участие в разработке новых подходов к оценке стоимости капитала компании, определению критериев принятия стратегических решений. Гукасян З.О. разработала методологию оценки качества корпоративного управления на основе баланса экономических интересов; Брагинский О.Б. рассматривал основные проблемы нефтегазового комплекса мира; Симонова И.Ф., Комарова А.В. изучали управление знаниями в нефтегазовых компаниях; Смирнов И.А. выявил роль и место российских компаний в мировой нефтегазовой промышленности; Алексеев Д.А. занимался разработкой механизмов капитализации компаний.

Цель исследования: совершенствование методики оценки капитализации нефтяной компании на примере ПАО «Газпром».

Объект исследования: ПАО «Газпром».

Предмет исследования: деятельность ПАО «Газпром» по оценке и улучшению капитализации компании.

Задачи исследования:

- изучение основ формирования капитализации нефтегазовой компании;
- систематизирование факторов и методов оценки капитализации для компаний нефтегазового сектора;
- проведение анализа капитализации крупнейших нефтегазовых компаний РФ;
- рассмотрение структуры акционерного капитала ПАО «Газпром»;

- изучение влияния корпоративного управления на величину капитализации в компании;
- проведение финансового анализа деятельности ПАО «Газпром» с дальнейшей оценкой капитализации;
- разработка рекомендаций по управлению и улучшению капитализации компании.

Научная новизна магистерской работы состоит в обобщении теоретического и практического материала по вопросу оценки капитализации в отечественных и зарубежных компаниях, а также разработке практических рекомендаций по управлению программы, направленной на улучшение капитализации в крупных отечественных нефтегазовых компаниях.

Методологической базой исследования явились фундаментальные концепции и гипотезы, рассмотренные в классических трудах по экономической теории, исследования современных отечественных и зарубежных экономистов по проблемам комплексного управления ресурсами предприятия.

Проведенные исследования основывались на системно-синергетическом подходе к изучаемым процессам и объектам. В ходе исследований использовались методы системного анализа, экспертных оценок, сравнительного анализа отечественного и зарубежного опыта оценок.

Информационно-эмпирической базой исследования послужили законодательные и нормативные акты РФ, учебные пособия, локальные нормативные акты, данные, предоставленные отечественными предприятиями, материалы научных публикаций и статей, монографий, публикаций в прессе.

Структура работы: введение, основная часть (три раздела), раздел корпоративно-социальная ответственность, заключение, список использованных источников, приложения.

В первом разделе представлены основные понятия в сфере формирования капитализации крупных компаний в нефтегазовой отрасли, а также проведён их анализ, систематизированы основные подходы к оценке величины капитализации компании, рассмотрены факторы, оказывающие непосредственное влияние на изучаемую величину в нефтегазовой отрасли.

Во втором разделе дана общая характеристика ПАО «Газпром», проведен анализ структуры акционерного капитала и дана оценка его роли при формировании величины капитализации, также изучено качество корпоративного управления в компании и рассмотрена методика его расчета.

В третьем разделе представлен анализ финансовой деятельности ПАО «Газпром» и произведен расчет величины капитализации, по предложенной методике, разработаны и предложены рекомендации управлению капитализацией в ПАО «Газпром».

1 Теоретические основы формирования капитализации нефтегазовой компании

1.1 Сущность и формы проявления капитализации компании

В последние десятилетия в связи с резким обострением рыночной конкуренции и негативным изменением внешней среды огромное значение для предприятий имеет долгосрочное развитие, основными факторами которого являются стратегическое управление, эффективность бизнес-процессов, увеличение капитала предприятий, их способность удерживать и привлекать новых клиентов, развитие корпоративного управления, инвестиции в информационные технологии. Отмеченные факторы являются индикаторами, состояние которых оказывает доминирующее влияние на увеличение капитализации предприятия. Таким образом, каждый руководитель основывает свою стратегию на наращивании потенциала бизнеса, сопровождающегося процессом капитализации.

Исследования в области капитализации начались в 2000-х годах. Этому способствовал ряд факторов: во-первых, рост заинтересованности проблемами капитализации как на национальном уровне, так и на уровне субъектов хозяйствования в странах с развитой экономикой. Во-вторых, инвестиционная значимость капитализации для функционирования фондового рынка. В-третьих, маркетинговая составляющая капитализации и использование в процессе разработки и реализации стратегии позиционирования предприятий на рынке.

Такое неоднозначное экономическое явление, как капитализация привлекает к себе широкое внимание теоретиков и практиков. Сегодня термин «капитализация» стремительно входит в круг широко используемых категорий.

Чаще всего под капитализацией понимают:

- процесс формирования капитала юридического лица;

- конвертация экономических выгод определенного периода времени в стоимость;
- показатель рыночной стоимости компании на фондовом рынке, рассчитываемый путем умножения количества акций на их рыночную цену;
- оценка стоимости предприятия, земельного участка, ценных бумаг и другого имущества в расчете на сумму ожидаемого дохода за весь срок их использования;
- преобразование ожидаемых в будущем доходов в стоимость, которую можно получить в текущий момент времени;
- компенсацию разовых расходов, выражающих вложение капитала, за счет накопления годовой прибыли, а не за счет реализации продукции;
- преобразование чистой добавленной стоимости в капитал, то есть использование ее на расширение производства;
- совокупность денег, которые инвестированы в указанный бизнес;
- процесс образования фиктивного капитала в виде акций, облигаций, закладных листов ипотечных банков;
- показатель, характеризующий объем капитала компании в рыночной оценке;
- преобразование имущества в денежный капитал¹.

Таким образом, можно наблюдать отсутствие четкого и единого толкования понятия, в результате чего становится невозможным существование единого методического подхода к анализу капитализации компании. В связи с этим, число авторских подходов с каждым годом лишь увеличивается.

Обзор многочисленных подходов к определению сущности капитализации разных авторов позволяет сгруппировать их по четырем направлениям, что отражено на рисунке 1.

Первое направление исследований связано с трудами всемирно известного экономиста Маркса К. Несмотря на то, что он не формулировал четкого понятия капитализации, его взгляд на формулировку капитала стал

¹ Машьянова Е.Е. Сущность капитализации субъектов предпринимательской деятельности // Экономика и управление. – 2014. – № 1. – С. 77.

основой в изучении этого вопроса. Он утверждал, что если фиксировать отдельные формы проявления, которые возрастающая стоимость попеременно принимает в своём жизненном кругообороте, то получаются такие определения: «капитал есть деньги, капитал есть товар»². Признаком капитала, по Марксу, является изменение формы стоимости в процессе её движения, что позволило понимать под капитализацией – процесс, надстраивающийся над капиталом и отражающий изменение стоимости, воплощённой в эти предметные формы. Именно, Маркс К. в своих трудах выделил и исследовал первый вида капитала – промышленный, на котором в дальнейшем стало базироваться понятие капитализации как прироста стоимости средств производства.



Рисунок 1 – Подходы к определению сущности капитализации³

Второе направление исследований базируется на трудах многих современных экономистов, в частности таких, как Дедкова М.В., Козориз М.А.,

² Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 1, кн. I: Процесс производства капитала / К. Маркс. - М.: Политиздат, 1983. – С. 147.

³ Составлено автором на основе статьи Сахаров А.Ю. Понятийный аппарат и классификационные системы капитализации промышленных предприятий // Управление экономическими системами. – 2014. – № 12. – С. 56.

Мочерний С.В., Осовская Г.В., Побурко О.Я., Турянский Ю. И. В данном случае капитализация трактуется как процесс трансформации доходов в капитал.

Авторы третьего направления исследований трактуют капитализацию исключительно с финансовой стороны, то есть как процесс прироста финансового капитала (Бектенова Д.Ч., Гальцева О.В., Гильфердинг Р., Невский И.А.).

Работы авторов, относящихся к четвертому направлению, посвящены исследованию капитализации как показателю оценки рыночной стоимости предприятия (Барунов Г.Я., Ежов Ю.В., Идрисов Ш.М., Казинцев В.В., Королева А.А., Овсянникова А.Н., Челноков А.С.).

Таким образом, можно отметить, что каждое направление базируется на определенном виде капитала. Так, капитализация как произведение цены акций на их количество, связана с финансовым капиталом. Представления о маркетинговых видах капитализации основаны на человеческом и других видах капитала, сформулированных в социологии. Капитализация как прирост стоимости средств производства базируется на понятии промышленного капитала.

Каждый из этих видов капитала предполагает свой способ изменения стоимости – либо производство, либо спекуляции, либо вложения в человеческие способности. Поэтому, говоря о процессе капитализации, важным является понимание того, за счет чего происходит изменение величины стоимости, вовлеченной в этот процесс.

Для дальнейшего исследования, остановимся более подробно на подходе О. В. Гальцевой, так как именно она впервые сделала попытку показать различные формы проявления капитализации на российском рынке. В зависимости от механизма наращивания капитала автор выделяет три ее формы:

1. Реальная капитализация;
2. Маркетинговая или субъективная капитализация;
3. Рыночная или фиктивная капитализация.

Все перечисленные формы капитализации отражаются в балансе компаний в виде наращивания собственных источников финансирования (раздел 3 баланса), однако имеют различные источники происхождения и различные способы инициирования.

Реальная капитализация – это инвестирование части прибыли на пополнение реальных активов. Предприятия, имеющие намерения получить более высокую прибыль в будущем периоде, реинвестируют текущую прибыль в долгосрочные активы и тем самым повышают капитализацию, которая необходима для расширения бизнеса и более эффективного использования ресурсов.

Когда предприятие принимает решение направить полученную прибыль на увеличение внеоборотных активов (в основном, средств труда) и оборотных активов (предметов труда или запасов), происходит увеличение реальной стоимости имущества или реальной капитализации. В большинстве случаев предприятия с сильной стратегией вкладывают свой капитал в долгосрочные активы. Высокая капитализация, в свою очередь, свидетельствует о высокой конкурентоспособности предприятия, что позволяет ему успешно управлять денежными потоками, генерировать доходы и ориентироваться на долгосрочное пребывание на рынке.

В данном случае капитализация является естественным результатом финансово-хозяйственной деятельности, она экономически объективна и иницируется источниками финансирования, то есть пассивом баланса. Рост реальной капитализации приводит к укреплению финансовой устойчивости компании, повышению ее кредитного рейтинга, повышению маркетинговой привлекательности и повышению ее рыночной стоимости.

Маркетинговая капитализация представляет собой увеличение собственного капитала за счет активной маркетинговой политики, которая формирует узнаваемый бренд и торговую марку компании, что способствует продвижению продуктов компании на рынке.

В финансовой отчетности в соответствии с решением компании рост собственного капитала может быть направлен на разные цели: перенесен в

добавочный капитал с целью его увеличения, отнесен к результатам хозяйственной и финансовой деятельности, на увеличение нераспределенной прибыли, а также для увеличения уставного капитала, при условии соответствующей регистрации. Добавочный капитал, нераспределенная прибыль и акционерный капитал, в свою очередь, увеличивают агрегат «собственный капитал». В этом случае капитализация инициируется внутрифирменным управлением нематериальными активами. С ростом указанных позиций собственный капитал компании увеличивается. В то же время капитализация происходит в основном за счет роста нематериальных активов с помощью внутрифирменного управления, а их стоимость носит договорный, т.е. носит субъективный характер. Поэтому при использовании таких механизмов, как ценовая перерегистрация уставного капитала, увеличение совокупного капитала будет иметь характер субъективной оценки.

Инструменты переоценки могут создать только «представительный» баланс. Такая капитализация не может быть устойчивой, поскольку нематериальные активы имеют высокие риски и зависят от ситуации на рынке. Если происходит увеличение имущества предприятия за счет увеличения уставного капитала, то использование прибыли, таким образом, обеспечивает стабильность предприятию, гарантирует юридическую правоту, но указывает на неэффективное использование ресурсов и не способствует получению будущей прибыли. Этот вид капитализации используется в маркетинговых целях, но его сущность субъективна и не отражает реальную ситуацию, поэтому ее обычно называют субъективной или маркетинговой.

Наиболее распространенный термин в экономической литературе - рыночная капитализация. Во многом это связано с оценочными свойствами капитализации компании. С помощью рыночной капитализации легко определить стоимость предприятия на настоящий момент. При наличии совокупности необходимых условий для создания и функционирования акционерной формы собственности и свободного обращения ее акций, рынок способен сам оценить стоимость бизнеса, учитывая весь информационный фон через котировки этих акций.

Развитие рыночной капитализации в России связано с активацией рынка ценных бумаг в целом и фондового рынка в частности. Специфика российского фондового рынка заключается в преобладании крупного бизнеса в биржевых котировальных списках. Малый и средний бизнес, даже если он имеет акционерную организационно-правовую форму, рыночная капитализация доступна в ограниченной форме. Поэтому в научной литературе рыночная капитализация отождествляется в основном с государственными промышленными корпорациями.

Стоит отметить, что зачастую невозможно определить разницу между реальной и маркетинговой капитализацией, поскольку, по сути, маркетинг является неотъемлемой частью деятельности компании, без которой в современных условиях невозможно представить успех на рынке. И, конечно же, любые действия компании по продвижению своей продукции являются такими же реальными шагами по увеличению собственного капитала, отражающегося в балансе. В свою очередь, разница между реальной и рыночной капитализацией очевидна. Если первая сфокусирована на повышении прибыльности и реальном увеличении активов, отраженных в балансе, то вторая отражает рыночное восприятие стоимости компании, проецируя ее на курс акций. Поэтому для дальнейшего исследования мы будем различать два типа капитализации: реальную и рыночную.

Таким образом, термин «капитализация» следует рассматривать с двух позиций:

- во-первых, как процесс преобразования средств (части чистой прибыли, дивидендов или всей прибыли) в добавочный капитал, добавочные факторы производства (средства труда, предметы труда, рабочая сила и т. д.), что приводит к увеличению собственных средств
- во-вторых, как оценку стоимости предприятия на основе: учета реального приращения активов (реальная капитализация) в рыночной стоимости (рыночная капитализация).

Более полное экономическое содержание капитализации проявляется в специфических функциях, которые представлены в таблице 1.

Неоднозначность трактовки сущности капитализации, наличие нескольких подходов к обобщению ее проблематики позволили выделить признаки капитализации как экономической категории и уточнить ее определение.

К признакам капитализации можно отнести ее способность:

1. Трансформировать доходы в капитал.
2. Направлять средства на развитие предпринимательской деятельности.
3. Увеличивать стоимость капитала.

Таблица 1 – Основные функции капитализации⁴

| Функция | Описание |
|-------------------|---|
| Оценочная | Отражение финансово-хозяйственной деятельности предприятия с целью проверки ее эффективности и выявления имеющихся резервов, соответствие деятельности предприятия международным критериям эффективности |
| Прогностическая | Служит индикатором будущего состояния предприятия; основное содержание данной функции заключается в оценке потенциала предприятия |
| Мобилизационная | Заключается в привлечении ресурсов для целей организации и расширения производства, быстрого освоения современных технологий и т.п. |
| Распределительная | Эффективное распределение всех привлеченных ресурсов на развитие и расширение деятельности предприятия, то есть осуществление процесса капитализации, сбалансированность экономической деятельности предприятия |
| Стратегическая | Выбор перспективных направлений деятельности предприятия, ориентированных на долгосрочную перспективу, достижение конкурентных преимуществ предприятием и обеспечения стабильного эффективного функционирования, удержания своих позиций на рынке |
| Стимулирующая | Выступает стимулятором экономического, научно-технического развития предпринимательской деятельности |
| Информационная | Позволяет оперативно собрать или распространить информацию об уровне экономической устойчивости и инвестиционной привлекательности предприятия на микро-, мезо- и макроуровне |

Учитывая это, под понятием капитализации следует понимать результат трансформации доходов или их части в капитал, а также процесс направ-

⁴ Составлено автором на основе статьи Машьяновой Е.Е.

ления средств на развитие и расширение предпринимательской деятельности, в результате чего происходит накопление капитала долгосрочного характера и увеличение его стоимости.

Стоит отметить, что в настоящее время для российской экономики вопрос оценки уровня капитализации приобретает особую актуальность, поскольку за рубежом он свидетельствует о конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности экономического субъекта, а также эффективности использования всех его производственных ресурсов. Поэтому дальнейшие исследования будут посвящены этой проблеме.

1.2 Факторы и методы оценки капитализации компании

Эффективное управление капитализацией компании во многом зависит от ее миссии, стратегических целей, оценки факторов, влияющих на капитализацию, и оперативности обратных связей, обеспечивающих контроль над работой менеджеров предприятия.

Уровень рыночной капитализации компаний формируется ежедневно исходя из торгов на фондовой бирже, в связи с чем факторы, оказывающие на нее влияние, сложно поддаются систематизации. Поэтому, условно их можно сгруппировать в следующие крупные блоки:

1. Макроэкономические факторы.
2. Отраслевые и региональные факторы.
3. Микроэкономические факторы.

Несмотря на то, что влияние макроэкономических факторов на капитализацию является косвенным, их анализ необходим для определения перспектив экономики страны. Среди основных макроэкономических факторов: процентная ставка, валовой внутренний продукт, чистый национальный продукт, располагаемый личный доход, дефлятор валового внутреннего продукта, уровень безработицы, политический фактор (один из наиболее значимых).

Следующим уровнем факторов, требующих анализа и отражающих перспективы развития отрасли в целом, является региональный и отраслевой.

Основными отраслевыми факторами являются: уровень государственной поддержки отрасли, этап жизненного цикла, средний отраслевой уровень рентабельности продаж, чистых и оборотных активов; уровень отраслевого риска, спрос на продукцию (рыночные условия на минеральное сырье). Создание благоприятной институциональной среды для развития производства также играет важную роль.

В российском контексте институт недвижимости играет приоритетную роль. Капитализация предприятий чувствительна к неопределенности прав собственника: это отчетливо видно по отношению к предприятиям горнодобывающего, горно-металлургического, нефтегазодобывающего комплексов. Основным владельцем недр является государство, и, в частности, оно обязано скорректировать правовое поле недропользования, чтобы пользователи этих недр обязательно сохраняли свои права на использование выделенных им участков в соответствии с полученными лицензиями.

В свою очередь, основными факторами на региональном уровне являются: доходы субъектов хозяйствования, эффективность региональной фискальной политики, уровень поддержки коммерческих предприятий, уровень развития инфраструктуры в регионе, доля безработицы региона в общем показателе для страны. Кроме того, среди оценочных показателей рассматриваются: средний по отрасли уровень рентабельности продаж, рентабельность чистых и оборотных активов и уровень отраслевого риска.

Однако при определении позиции компании на рынке и перспектив ее дальнейшего развития необходимо подробно проанализировать многие макроэкономические факторы, которые непосредственно влияют на капитализацию компании. В связи с тем, что компании, зарегистрированные на бирже, обязаны раскрывать свои отчеты, необходимо обратить внимание на основные факторы эмитента:

1. Предложение, удовлетворяющее спрос. Предложение определяется объемом продаж продукции, а уровень использования производственных мощностей позволяет прогнозировать возможное увеличение предложения.

2. Профессионализм руководителей предприятий. Позволяет компании быть более эффективной, чем ее конкуренты, и производить более качественную продукцию.

3. Корпоративные ресурсы. Применение ресурсного подхода к внутреннему анализу заключается в выявлении и оценке ресурсов, которые могут стать основой для будущего конкурентного преимущества. Необходимо определить, какие из ресурсов в распоряжении предприятия имеют стратегическое значение⁵.

4. Диверсификация. Многогранность бизнеса должна создать основу для скоординированных действий, направленных на повышение ценности предприятия посредством связанной или не связанной бизнес-интеграции. Необходимо проводить строгую корпоративную политику в области исследований и разработок, поскольку, создавая уникальные продукты, предприятия одновременно развивают уникальные возможности или «ресурсы».

5. Синергетический бизнес. Он заключается в большом влиянии эффективности целого на результирующий показатель, а не на влияние отдельных элементов системы

6. Нематериальные активы. Важность создания нематериальных активов наиболее остро ощущается в области информационных технологий, в области формирования бренда и положительной деловой репутации. Основными факторами, влияющими на бренд, являются история компании, стабильность развития на региональном, национальном и глобальном рынках, тенденции рынка и т. д.

7. Дивидендная политика предприятия.

8. Социальная активность предприятия. Он заключается в формировании экологической и социальной политики на предприятии.

9. Природные факторы. Данный фактор играет особую роль в влиянии на капитализацию в условиях предприятий горнодобывающего сектора экономики, объектами работы которых являются полезные ископаемые, скрытые в недрах. Запасы полезных ископаемых являются продуктом, который

⁵ Пирс Дж., Робинсон Р. Стратегический менеджмент / Дж. Пирс. - СПб.: Питер, 2013. – С. 258.

должен иметь ценность в обменном обращении. Необходимо закрепить положение о том, что «истинная ценность горнодобывающих предприятий заключается не столько в оборудовании, капитальных затратах и прочих основных средствах, сколько в достоверной информации о запасах полезных ископаемых, которая определяет возможность создания дополнительной стоимости и прибыльности предприятия. «В то же время, чем достовернее геологическая информация о запасах, тем выше их стоимость и капитализация предприятия, на балансе которого они находятся, поскольку от достоверности экономических показателей, в том числе экономической эффективности разработки, зависит надежность геологической информации и сам бизнес⁶. Повышение надежности геологической информации рассматривается как один из важнейших факторов роста капитализации компании, что подтверждается мировой практикой.

Рассматриваемые факторы объединены и представлены на рисунке 2.



Рисунок 2 – Факторы, влияющие на оценку капитализации компании⁷

⁶ Чернявский А. Г. О геолого-экономической и стоимостной оценке объектов твердых полезных ископаемых // Минеральные ресурсы России. 2013. № 2. – С. 19.

⁷ Составлено автором на основе статьи Симонян А. Х. Факторы, влияющие на капитализацию предприятий // Известия

Таким образом, учет этих факторов позволяет, анализируя исходные документы компании (статистические отчеты, правительственные отчеты и т. Д.) делать более точные выводы о том, как капитализация компании соотносится с ее реальной рыночной стоимостью.

В данной работе основное внимание уделяется компаниям нефтегазовой отрасли, поэтому необходимо упомянуть факторы, которые оказывают решающее влияние именно на эти сферы.

Нефтегазовая отрасль играет особую роль в российской экономике и во многом определяет ее долгосрочную стратегию, как в коммерческом, так и в геополитическом аспекте⁸. Эта отрасль характеризуется постоянными изменениями, связанными с высоким уровнем конкуренции, поэтому управление капитализацией нацелено на среднесрочную перспективу.

Основным биржевым индикатором в нефтегазовой отрасли выступает индекс «РТС-Нефть и Газ», в который входят акции 11 ведущих нефтегазовых компаний среди них: ПАО «Газпром», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «НК «Роснефть» и др.

Постоянный мониторинг данных рыночной капитализации, включаемых в индекс компаний, позволяет выделить семь основных факторов, которые непосредственно влияют на состояние и развитие нефтегазовой отрасли:

1. Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых;
2. Инвестиции в основной капитал;
3. Инфляция;
4. Стоимость нефти марки Brent;
5. Индекс цен производителей промышленной продукции;
6. Курс доллара по отношению к рублю;
7. Процентная ставка по кредитам.

Эффективная стратегия управления капитализацией может и должна основываться на мощной статистической и эконометрической основе для анализа влияния факторов внешней и внутренней среды компании с целью

Уральского государственного горного университета. 2014. № 2(34). – С. 64.

⁸ Родионова И.А., Шкваря Л.В. На пороге «Азиатского индустриального века» // Азия и Африка сегодня. – 2012. – №12(665). – С. 4.

выявления наиболее значимых из них, оценки последствий их изменения и, как следствие, принятия адекватных управленческих решений.

Помимо факторов, влияющих на капитализацию, необходимо рассмотреть и основные методы ее оценки.

Ранее уже рассматривалось, что капитализация - это, прежде всего, процесс, связанный с различными механизмами и методами, которые осуществляют движение стоимости, изменяют и фиксируют ее величину. В связи с этим, к основным механизмам относят следующие два: основанный на биржевых сделках с акциями компании (биржевой) и связанный с применением методов оценки стоимости бизнеса (оценочный механизм).

В современной российской и зарубежной практике, а также в соответствии со стандартами оценки выделяют три оценочных подхода к определению стоимости компании: затратный (по стоимости активов и обязательств), сравнительный (по аналогам) и доходный (с точки зрения получения будущего дохода), в основе которых лежат факторы производства, генерирующие прибыль предприятия.

Применение конкретного подхода определяется оценщиком на основании цели оценки, технических и финансовых характеристик объекта и других факторов.

Более подробно подходы будут отражены в таблице 2.

Таблица 2 – Оценочные методы расчета капитализации компании⁹

| Оценочные подходы/методы оценки капитализации на определенную дату | Методы | |
|--|----------------------|---|
| | Доходный подход | <p>Метод капитализации доходов</p> <p>Данный метод основан на определении дохода компании и делением его на коэффициент капитализации.</p> <p>В качестве дохода можно рассматривать показатель чистой прибыли и величину дохода до вычета амортизации нематериальных активов и основных средств.</p> |
| | Затратный подход | <p>Метод стоимости чистых активов</p> <p>Согласно данному методу рыночная стоимость собственного капитала компании равна рыночной стоимости всех активов за вычетом справедливой рыночной всех обязательств компании.</p> <p>При этом, при определении рыночной цены существует два подхода:</p> <ul style="list-style-type: none"> - бухгалтерский: рыночная цена = остаточная стоимость имущества. - рыночный: рыночная цена = стоимость замещения или воспроизводства |
| | Сравнительный подход | <p>Метод рынка капитала</p> <p>Стоимость компании определяется на основе информации о ценах реально выплаченных за акции сходных компаний. Таким образом, базой для сравнения служит цена на единичную акцию компаний-аналогов и в чистом виде данный метод используется для оценки миноритарного пакета акций.</p> |

Исторически, первый метод заключается в оценке капитализации компании как имущественного комплекса на основе затрат, понесенных на ее создание. Данный подход основан на затратной теории образования стоимости. Основным недостатком такого подхода является его ориентация на прошлые результаты деятельности компании. В то же время преимущество затратного подхода состоит в том, чтобы связать капитализацию компании с реальными ценностями, которыми она обладает.

Альтернативой является другой подход, связанный с ориентацией на будущие выгоды - доходный подход. В западной финансовой практике считается, что он наиболее точен при определении величины рыночной стоимости компании. Существенным условием применения этого подхода является стабильное будущее компании и способность прогнозировать ее возможный денежный поток.

Последний, сравнительный подход основан на предположении, что стоимость компаний оценивается рынком. Следовательно, не должно быть

⁹ Составлено автором на основе статьи Волошин Д.А. Нематериальные активы в формировании капитализации компании // Экономический анализ: теория и практика. 2016. № 3(108). – С. 39.

никакой разницы в значениях капитализации идентичных компаний. Но если акции или пакет акций одной компании пользуются высоким спекулятивным спросом, то их капитализация на бирже будет выше, чем у аналогичной компании с меньшим спросом на акции. Таким образом, сравнительный подход позволяет получить некоторую усредненную величину капитализации компании.

Для более объективной и полной оценки капитализации рекомендуется использовать сразу несколько подходов. В этом случае к результатам оценки капитализации компании будет применяться следующее правило: итоговый результат равен стоимости по доходному подходу с весом две трети плюс стоимость по затратному подходу с весом одна треть:

$$\text{Капитализация компании} = (2/3) * \text{ДП} + (1/3) * \text{ЗП}^{10}, \quad (1)$$

где ДП – доходный подход;

ЗП – затратный подход.

Ранее было установлено, что помимо оценочного механизма существует также и биржевой. Величина, сложившаяся на основании реально свершившихся сделок купли-продажи и есть биржевая капитализация. В этом и состоит основное ее отличие от величины капитализации, полученной путем оценки, так как последняя является скорее «гипотетической» величиной.

Таким образом, стоимость всех акций компании в обращении на момент закрытия биржи и будет являться наиболее точным определением рыночной капитализации на определенную дату, которая выражена в следующей формуле:

$$\begin{aligned} PKK = & \text{Число обыкновенных акций в обращении} * \text{Тек. рыночная} \\ & \text{стоимость акции} + \text{Число привилегированных акций} * \\ & \text{Тек. рыночная стоимость акции} \end{aligned} \quad (2)$$

¹⁰ Волошин Д.А. Нематериальные активы в формировании капитализации компании // Экономический анализ: теория и практика. 2016. № 3(108). – С. 39.

Необходимо отметить, что в специализированной литературе встречаются другая методика вычисления данного показателя, в которой вместо числа акций в обращении предлагается воспользоваться количеством выпущенных акций¹¹.

Следует указать на принципиальную разницу между этими понятиями. Выпущенные акции представляют собой размещенные компанией акции, которые обращаются среди акционеров или выкупаются эмитентом. В свою очередь, количество акций в обращении показывает количество выпущенных акций в размере уставного капитала, за исключением акций, приобретенных самой компанией. Таким образом, капитализация компании при расчете с использованием этих методик отличается от рыночной стоимости собственных акций, выкупленных компанией, что приводит к завышению данных о рыночной капитализации.

На практике встречаются примеры, когда вместе с биржевыми используются и оценочные механизмы капитализации компании. Это происходит, если биржевой трейдер принимает решение об инвестировании в акции компании на основе фундаментального анализа. В то же время он сам использует механизм оценки для определения инвестиционной стоимости компании, величина которой будет зависеть от ее индивидуальных требований. Если полученное значение расчетной капитализации компании выше, чем установлено биржевым механизмом, то такой трейдер будет инвестировать в акции. Если, напротив, расчетная величина капитализации окажется ниже, чем стоимость, полученная в ходе биржевых торгов, инвестор откажется от покупки этой доли.

Существует механизм перехода от одного способа расчета стоимости капитализации к другому. Это публичное размещение акций компании, которое называется IPO. Несмотря на разнообразие подходов к определению IPO, по нашему мнению, переход от механизма расчета капитализации только че-

¹¹ Живетин В.Б., Управление рисками рыночных систем (математическое моделирование) / В.Б. Живетин. – М.: Бон Анца, 2009. – С. 55

рез оценку к механике биржи является фундаментальным. Однако IPO может быть двух типов: размещение дополнительной эмиссии акций на фондовой бирже или размещение пакета акций, принадлежащих существующим акционерам (PPO и SPO).

PPO включает действие двух механизмов. Наряду с вышеупомянутым переходом к оценке акций посредством PPO, капитализация компании увеличивается за счет привлечения дополнительного капитала. Поэтому PPO также можно отнести к механизмам, обеспечивающим процесс изменения капитализации компании.

Напротив, SPO по отношению к процессу капитализации является для компании лишь средством использования биржевого механизма определения величины капитализации. Поскольку выручка от SPO идет только акционерам, капитал компании не увеличивается. Напротив, капитализация такой компании может упасть, если спекулянты решат, что нынешние акционеры продали акции из-за неудовлетворительного положения дел в компании¹².

Таким образом, результаты исследования наглядно демонстрируют всю важность каждого механизма и метода, выражающих связь между биржевой ценой акции и результатами финансовой деятельности, для оценки капитализации публичных компаний нефтегазодобывающей отрасли.

Следовательно, компания напрямую заинтересована в росте собственной рыночной капитализации. Однако в этом случае возникает вполне резонный вопрос: какие дополнительные преимущества, помимо улучшения позиции в рейтинге по этому показателю, дают более высокое значение рыночной капитализации для нефтегазовой компании на фоне ее конкурентов в отрасли. Существует несколько положительных моментов в высоком уровне капитализации для нефтегазовых компаний, а также для всех других публичных акционерных обществ, например, с увеличением рыночной оценки акционерного капитала его составляющая в общем капитале компании увеличивается, и, как следствие, улучшается финансовая устойчивость компании. Таким образом, чем выше рыночная капитализация, тем больше заемных

¹² Алексеева И.А. Понятие и виды IPO / И.А. Алексеева // Финансовый менеджмент. – 2014. - №4. – С. 37.

средств для развития бизнеса компания может привлечь, не ставя под угрозу свою финансовую стабильность. Более того, благодаря меньшей доле заемных средств в структуре общего капитала компания может привлекать кредиты и размещать облигации по более низкой процентной ставке.

Есть еще одно существенное преимущество в увеличении рыночной капитализации компании, которое заключается в том, что если у компании есть собственные акции, выкупленные у акционеров, или если на бирже будут выпущены дополнительные ценные бумаги, то нефтегазовая компания сможет получить более значительную сумму денежных средств.

В дополнение ко всему вышесказанному, высокий уровень рыночной капитализации является защитным механизмом при попытке поглощения и служит преимуществом для акционеров компании при проведении сделок по слиянию.

1.3 Анализ капитализации нефтегазовых компаний РФ

Учитывая широкое вовлечение нефтегазового комплекса России в мировые экономические отношения, уровень капитализации компаний отрасли играет особую роль в стабильной работе нефтегазового комплекса. Высокий рейтинг компаний по рыночной стоимости акций определяет их привлекательность для инвесторов, а также новых и перспективных потребителей углеводородов и их продуктов. Поэтому анализ и оценка роли капитализации нефтегазовых компаний на фондовом рынке России и мира являются актуальными и своевременными направлениями исследований¹³.

В связи с этим, выявим устойчивые тенденции и закономерности развития роли капитализации компаний нефтегазового сектора в структуре фондового рынка России и мира.

Для начала проанализируем основные тренды российского рынка акций (рисунок 3) и отметим, что основу капитализации российского фондового рынка составляет нефтегазовый сектор, его доля в 2017 г. составила 46%,

¹³ Эдер Л.В., Филимонова И.В., Мочалов Р.А. Эффективность бизнес-стратегий российских нефтегазовых компаний // Бурение и нефть. - 2015. - № 3. – С. 5.

существенно сократившись вследствие кризиса с 66% в 2006 г. Далее по уровню капитализации следуют банковский сектор (22%), сектор металлургии (14%) и телекоммуникации (6%).

Также важно отметить, что наблюдается высокий уровень концентрации российского фондового рынка, в структуре капитализации российского фондового рынка более 39 % приходится на 7 нефтегазовых компаний. Среди них наиболее капитализированными являются компании Газпром (8%), Роснефть (9%), Лукойл (7%), Новатэк (6%) и Сургутнефтегаз (3%).

Таблица 3 – Топ-10 компаний по рыночной капитализации в РФ на 2017 год¹⁴

| Компания | Отрасль | Рыночная капитализация, млрд. дол. | Доля в капитализации рынка, % |
|----------------------|---------------------------|------------------------------------|-------------------------------|
| ПАО «Сбербанк» | Банки и финансы | 72,1 | 12% |
| ПАО «НК «Роснефть»» | Нефть и газ | 58,7 | 9% |
| ПАО «Газпром» | Нефть и газ | 52,2 | 8% |
| ПАО «НК «Лукойл»» | Нефть и газ | 44,4 | 7% |
| ПАО «Новатэк» | Нефть и газ | 35 | 6% |
| ПАО «Норникель» | Металлургия и горнодобыча | 29,3 | 5% |
| ПАО «Газпром нефть» | Нефть и газ | 19 | 3% |
| ПАО «Сургутнефтегаз» | Нефть и газ | 18,4 | 3% |
| ПАО «Татнефть» | Нефть и газ | 15,9 | 3% |
| Группа НЛМК | Металлургия и горнодобыча | 13,8 | 2% |

¹⁴ Составлено автором на основе данных Московской биржи



Рисунок 3 – Отраслевая структура российского рынка акций на 2017 год¹⁵

Дальнейший анализ будет направлен на исследование динамики капитализации российских участников нефтегазовой отрасли на мировых рынках. Наибольший интерес для изучения представляет диапазон с 2006 по 2016 год, так как указанный временной интервал захватывает докризисный период, непосредственно сам мировой финансовый кризис, последующее посткризисное развитие, а также начавшееся с 2014 года резкое падение цен на нефть основных марок.

Таким образом данные рейтинга Financial Times Global 500, в котором проанализированы 500 ведущих компаний мира по рыночной капитализации, демонстрируют, что из них в 2016 году всего 26 компаний приходится на сектор нефти и газа, среди которых 6 компаний представляют США, 3 – Канаду, 2 – Великобританию, по 1 – Норвегию, Нидерланды, Францию, Италию

¹⁵ Составлено автором на основе данных Московской биржи

и Испанию (континентальная Европа), 1 – Индию, 2 – Китай, 1 – Бразилию и 4 – Россию.

Анализ динамики изменения оценки рынком попавших в перечень нефтегазовых компаний России (таблица 4) позволяет сформировать целый ряд выводов. В соответствии с полученными результатами ПАО «Газпром» лишилось более 75% собственной капитализации, что стало абсолютным антирекордом среди изученных компаний отрасли. Отдельно стоит отметить ПАО «НК «Роснефть», рыночная стоимость компании, несмотря на приобретение активов ОАО «НК «ЮКОС»¹⁶ в 2007 году и завершение в 2013 году сделки по покупке ОАО «ТНК-ВР», по итогам рассмотренного периода сократилась почти в 1,5 раза. Данный результат выделяет ПАО «НК «Роснефть» из числа других компаний, совершавших покупку значительных по величине активов.

Таблица 4 – Динамика рыночной капитализации нефтегазовых компании РФ¹⁷

| Компании | 2008г | 2009г | 2010г | 2011г | 2012г | 2013г | 2014г | 2015г | 2016г |
|----------------------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ПАО «Газпром» | 21,9% | -69,5% | 50,8% | 38,3% | -23,6% | -30,4% | -10% | -38% | 0,9% |
| ПАО «Лукойл» | -1% | -55,6% | 49,4% | 26% | -15,4% | 6,2% | -13,2% | -16,6% | -7% |
| ПАО «НК «Роснефть» | 8,4% | -51,4% | 80,4% | 15,2% | -22% | 6,9% | -12,5% | -35% | 11,2% |
| ПАО «Сургутнефтегаз» | -23,1% | -37,1% | 58,8% | 10,1% | -7% | -7,7% | -14,5% | -13,8% | -28,3% |

Не стали исключением ПАО «ЛУКОЙЛ» и ПАО «Сургутнефтегаз», особенностью компаний было падение капитализации в период с 2007 года по 2008 год, что являлось исключением для отрасли. Особенно на фоне других компаний выделяется ПАО «Сургутнефтегаз», которое в течение года потеряло почти 11 900 млн. долларов собственной рыночной оценки, что было связано с имевшими место на протяжении нескольких лет слухами о воз-

¹⁶ Годовой отчет за 2007 год [Электронный ресурс] // ПАО «НК «Роснефть» – Режим доступа: http://www.rosneft.ru/attach/0/57/88/a_report_2007.pdf

¹⁷ Составлено автором на основе данных Financial Times

можном приобретении компании ПАО «НК «Роснефть» и непрозрачностью отчетности. Данное обстоятельство позволяет сделать вывод о том, что на капитализацию нефтегазовых компаний способен оказывать активное воздействие спекулятивный фактор, не подкрепленный достоверными фактами и результатами операционной и финансово-хозяйственной деятельности.

Рыночная капитализация ведущих нефтегазовых компаний России по динамике изменения показателя стала наихудшей среди большинства ведущих компаний отрасли других регионов. Подобные результаты характеризуют не только компании нефтегазового сектора России, но и саму отрасль страны.

Помимо сведений о значении рыночной капитализации непосредственный интерес представляет информация о позициях компаний нефтегазового сектора в рейтинге, которая дает возможность оценить динамику изменения их положения не только на фоне самой отрасли, но и в масштабах всей мировой экономики (таблица 5).

Таблица 5 – Динамика позиций нефтегазовых компаний РФ в мировом рейтинге¹⁸

| Компании | 2008г | 2009г | 2010г | 2011г | 2012г | 2013г | 2014г | 2015г | 2016г |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ПАО «Газпром» | 2 | -32 | 3 | 18 | -16 | -26 | -26 | -87 | 16 |
| ПАО «Лукойл» | 6 | -36 | -15 | 22 | -15 | -10 | -64 | -65 | -3 |
| ПАО «НК «Роснефть» | 3 | -11 | 14 | 6 | -24 | -2 | -41 | -91 | 38 |
| ПАО «Сургутнефтегаз» | -64 | 43 | -1 | -9 | 0 | -49 | -101 | -109 | -132 |

Изучение данных показывает, что ПАО «Газпром», ПАО «ЛУКОЙЛ» и ПАО «НК «Роснефть» с наступлением мирового финансового кризиса потеряли много позиций, а в случае с ПАО «Сургутнефтегаз» это произошло годом ранее, когда для отрасли был характерен подъем на фоне всей мировой экономики. Установлено, что в заключительные три года исследуемого периода нефтегазовые компании России лишились значительного количества

¹⁸ Составлено автором на основе данных Financial Times

мест в списке Financial Times Global 500, даже несмотря на улучшение позиций ПАО «Газпром» и ПАО «НК «Роснефть» в заключительном году.

Таким образом, резюмируя вышеизложенное, можно сделать вывод о наличии определенной закономерности в динамике капитализации ведущих нефтегазодобывающих компаний РФ.

В ходе анализа установлено, что непосредственно перед наступлением мирового финансового кризиса капитализация большинства из попавших в анализ компаний значительно выросла, по темпу опередив мировую экономику в целом, для которой нефтегазовая отрасль стала основой итогового увеличения рыночной оценки.

Необходимо отметить, что последовавший затем мировой экономический кризис привел к резкому сокращению капитализации всех без исключения компании.

Дальнейший анализ показал, что нефтегазовый сектор спустя год сумел восстановить часть потерянной в разгар финансового кризиса рыночной оценки, но итоговый рост отставал от темпа увеличения мировой экономики. Ситуация выправилась в течение следующего года, когда нефтегазовые компании показали рост, сопоставимый с тем, который имел место непосредственно перед кризисом. В то же самое суммарная рыночная капитализация крупнейших публичных компаний продемонстрировала более скромную динамику. Это позволило ведущим компаниям нефтегазового сектора вернуть утраченные с кризисом позиции.

Последующие два года вплоть до 2015 характеризовались определенным снижением значений капитализации компаний на фоне роста оценки всей мировой экономики. Следует отметить, что дальнейший незначительный рост не сумел вернуть нефтегазовые компании на прежние позиции.

Результаты полученного обобщения указывают на то, что на капитализацию нефтегазовых компаний оказывали влияние процессы, характерные и для других отраслей. Это подтверждает зависимость нефтегазового сектора от развития и рыночной оценки всей мировой экономики.

Однако имеющиеся различия в динамике изменения рыночной оценки компаний отрасли по сравнению с экономикой в целом указывает на то, что имеются специфические факторы, непосредственно воздействующие на капитализацию нефтегазодобывающего сектора. Основным из них, безусловно, является конъюнктура цен на добываемую продукцию.

Нетрудно заметить (рисунок 4), что в период с 2010 года по 2011 год, когда капитализация компаний нефтегазовой отрасли росла более высокими темпами по отношению к показателям мировой экономики, цена на нефть увеличилась примерно на 50%.



Рисунок 4 – Динамика колебания цены нефти марки Brent¹⁹

Получается, что общая динамика изменения капитализации зависит от рыночной оценки всей мировой экономики и конъюнктуры цен на добываемое сырье.

В то же время на капитализацию нефтегазовых компаний воздействует и политический фактор. Таким образом, в заключительные два года исследования помимо экономической составляющей на нефтегазовые компании РФ способствовали наложенные США, Канадой и странами Европы на Россию санкции и ответные контрсанкции страны.

Также необходимо отметить связь капитализации с финансовой деятельностью компании, ведь отрицательные результаты финансово-

¹⁹ Составлено автором на основе данных Московской биржи

хозяйственной деятельности негативным образом сказываются на капитализации нефтегазовых компаний.

Отдельно стоит упомянуть спекулятивный фактор, который способен, как в случае с ПАО «Сургутнефтегаз», оказывать влияние на рыночную оценку отдельно взятой компании.

В итоге, получается, что на динамику капитализации нефтегазодобывающих компаний оказывает влияние состояние мировой экономики, экономическая ситуация в стране, конъюнктура цен на добываемые ресурсы, операционные и финансовые показатели компании, совершение сделок по слиянию и поглощению, выведение добывающих и перерабатывающих активов из структуры компании. Свое воздействие на капитализацию компании могут оказывать политическая и спекулятивная составляющие. Полученные результаты вполне вписываются в разработанные отечественным научным сообществом классификации факторов, оказывающих воздействие на рыночную капитализацию компаний²⁰.

Следовательно, капитализация компании нефтегазодобывающего сектора представляет собой многофакторную модель, включающую в себя большое количество прогнозных показателей и факторов, не поддающихся предварительной оценке.

²⁰ Юдкина Л.В., Берлин Ю.И., Коробейчик В.А. Вопросы формирования рыночной стоимости публичных компаний России / Л.В. Юдкина, Ю.А. Берлин, В.А. Коробейчик // Альманах современной науки и образования – 2011. – № 12 (55). – 139 с.

2 Проблемы формирования капитализации ПАО «Газпром»

2.1 Общая характеристика компании

История создания надежного и стабильного поставщика энергоресурсов и одной из самых прибыльных глобальных энергетических компаний мира ПАО «Газпром» взяла начало еще с 1989 года и за это время компания преодолела множество этапов развития своей деятельности.

ПАО «Газпром» видит свою миссию в надежном, эффективном и сбалансированном обеспечении потребителей природным газом, другими видами энергоресурсов и продуктов их переработки.



Рисунок 5 – Рейтинг крупнейших стран-экспортеров за 2017 год²¹

По экспортным поставкам «Газпром» с долей в 34% сильно опережает ближайших конкурентов. При реализации всех запланированных инвестиционных проектов положение компании может стать близким к монопольному.

²¹ Составлено автором на основе данных ПАО «Газпром»

Особенность компании и одно из ее преимуществ заключается в том, что она одновременно является и производителем, и поставщиком энергоресурсов, располагая мощной ресурсной базой и разветвленной газотранспортной инфраструктурой. Благодаря географическому положению России, у компании есть возможность стать своеобразным энергетическим «мостом» между рынками Европы и Азии, поставляя собственный газ и оказывая услуги по транзиту газа другим производителям. Это предопределяет содержание стратегий компании в ее ключевых областях деятельности.

Таким образом, стратегической целью является становление ПАО «Газпром» как лидера среди глобальных энергетических компаний посредством диверсификации рынков сбыта, обеспечения надежности поставок, роста эффективности деятельности, использования научно-технического потенциала.

Основными видами деятельности компании являются:

- комплексное развитие системы газоснабжения при наиболее полной интеграции экономических и производственных возможностей по добыче газа, нефти, газового конденсата, выпуску продуктов их переработки и другой продукции при наименьших затратах;
- осуществление в соответствии с законодательством инвестиционной деятельности, включая эмиссию собственных ценных бумаг (в том числе акций, облигаций и производных ценных бумаг), покупку и продажу ценных бумаг, оказание инвестиционных услуг, создание инвестиционных институтов для обеспечения интересов компании и его дочерних обществ;
- обеспечение проектирования и разработки месторождений, строительства скважин, газопроводов и других объектов системы газоснабжения, а также объектов социальной сферы;
- управление системой газоснабжения, обеспечение надежности и безопасности эксплуатации газовых объектов в соответствии с действующими нормами и правилами;

- концентрация научно-технического и производственного потенциала на разработке и внедрении новых прогрессивных видов техники, технологий и материалов;
- добыча природного газа, конденсата, нефти; услуги по транспортировке природного газа, конденсата, нефти по трубопроводам; хранение природного газа;
- поставка (продажа) природного газа, конденсата, нефти;
- осуществление операций по экспорту, импорту товаров и научно-технических услуг, развитие новых форм взаимовыгодных внешнеэкономических связей, торгово- экономического и научно-технического сотрудничества с зарубежными фирмами.

Также компания осуществляет в установленном порядке внешнеэкономическую деятельность:

- производит экспортно-импортные операции; участвует в проектировании, строительстве и эксплуатации объектов газовой промышленности за рубежом на договорной основе;
- осуществляет научно-техническое сотрудничество с зарубежными странами в целях эффективного динамичного развития газовой промышленности страны;
- привлекает иностранные организации и фирмы к сооружению объектов газовой промышленности как на территории Российской Федерации, так и за ее пределами; создает в установленном порядке на территории Российской Федерации и за ее пределами совместные с иностранными партнерами организации, привлекает иностранные фирмы для оказания услуг по заключению и исполнению внешнеэкономических сделок;
- пользуется кредитом российских и зарубежных банков и коммерческим кредитом в иностранной валюте, а также приобретает валюту в порядке, установленном законодательством.

ПАО «Газпром» - крупнейшее акционерное общество в России. Общее количество счетов, на которых учитывается 23 673 512 900 акций «Газпрома», составляет более 470 тысяч. Владельцы акций: Российская Федера-

ция в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом, АО «Роснефтегаз», ОАО «Росгазификация», Держатели АДР, Прочие зарегистрированные лица.

Акции ПАО «Газпрома» являются одними из наиболее ликвидных инструментов российского фондового рынка. В 2014 году среднесуточный объем торгов акциями Общества составил порядка 17% от среднесуточного объема торгов акциями, депозитарными расписками и паями на «Московской Бирже». Акции Компании занимают наибольший удельный вес в индексах РТС и ММВБ.

ПАО «Газпром» располагает крупнейшей в мире газотранспортной системой, которая составляет 171, 2 тыс. км. Ее основная часть входит в состав Единой системы газоснабжения (ЕСГ) России. ЕСГ представляет собой уникальный технологический комплекс, включающий в себя объекты добычи, переработки, транспортировки, хранения и распределения газа в европейской части России и Западной Сибири. ЕСГ обеспечивает непрерывный цикл поставки газа от скважины до конечного потребителя.

Благодаря централизованному управлению, большой разветвленности и наличию параллельных маршрутов транспортировки, ЕСГ обладает существенным запасом надежности и способна обеспечивать бесперебойные поставки газа даже при пиковых сезонных нагрузках.

Также Группа «Газпром» владеет магистральными газопроводами на Дальнем Востоке России: «Сахалин - Хабаровск - Владивосток», «Октябрьский - Хабаровск» и «Соболево - Петропавловск-Камчатский».

Полуостров Ямал - будущее российской газовой отрасли. В 2012 году «Газпром» начал на Ямале промышленную добычу газа. Компания ввела в эксплуатацию первый газовый промысел на крупнейшем ямальском месторождении - Бованенковском.

В 2016 году «Газпром» впервые в истории российской нефтегазовой отрасли начал круглогодичную отгрузку ямальской нефти для транспортировки по морю. Нефть добывается на Новопортовском месторождении, поступает на вновь построенный, уникальный арктический нефтеналивной

терминал «Ворота Арктики» и отгружается на танкеры, которые транспортируют ее по Северному морскому пути.

В целом, ПАО «Газпром» располагает самыми богатыми в мире запасами природного газа – более 36 трлн. куб. м. Его доля в мировых запасах составляет 17%, в российских – 72%. По состоянию на 31 декабря 2017 года запасы газа Группы «Газпром» по категориям А+В+С1 составили 35,355 трлн куб. м, нефти и конденсата – 3,6 млрд т. Газпром – крупнейший поставщик газа на рынок Европы. Доля российского газа в европейском потреблении – 34%.

В 2017 году ПАО «Газпром» добыл:



Рисунок 6 – Объемы добычи ПАО «Газпром» за 2017 год²²

Для воспроизводства минерально-сырьевой базы Группа «Газпром» проводит геологоразведочные работы (ГРР) в России и за рубежом и ведет постоянный мониторинг новых проектов и активов для приобретения.

В своей стратегии ПАО «Газпром» придерживается принципа добычи такого объема газа, который обеспечен спросом.

²² Составлено автором на основе данных ПАО «Газпром»

Основными стратегическими регионами добычи газа на долгосрочную перспективу являются полуостров Ямал, Восточная Сибирь и Дальний Восток, континентальный шельф России.

В основе стратегии «Газпрома» в освоении перспективных месторождений лежит экономическая эффективность, определяемая синхронным развитием мощностей по добыче газа и возможностей его транспортировки, комплексной переработки и хранения.

Развитие нефтяного бизнеса является одной из стратегических задач «Газпрома». Основу нефтедобычи в Группе «Газпром» составляет ПАО «Газпром нефть».

К 2020 году «Газпром» намерена увеличить объемы добычи углеводородов до 100 млн. тонн нефтяного эквивалента в год и поддерживать этот уровень до 2025 года.

Для достижения этих целей ПАО «Газпром» будет стремиться к максимально рентабельному извлечению остаточных запасов на текущей ресурсной базе за счет распространения применяемых лучших практик оптимизации разработки, снижения себестоимости опробованных технологий, а также привлечения и массового внедрения новых технологий. Предусматривается создание нового центра добычи на севере Ямало-Ненецкого автономного округа и развитие присутствия на шельфе Арктики.

2.2 Структура акционерного капитала компании

Анализ акционерного капитала компании и ее корпоративного управления является важной составляющей при формировании капитализации, так как все эти элементы находятся в непосредственной взаимосвязи между собой, которая будет рассмотрена в последующем.

Для начала обратимся к истории формирования уставного капитала ПАО «Газпром». В 1993 году государственный газовый концерн «Газпром» был преобразован в РАО «Газпром». Первоначальный состав имущества включал объекты Единой системы газоснабжения и незавершенного строи-

тельства, запасы, денежные средства и прочие краткосрочные и долгосрочные финансовые активы Министерства газовой промышленности СССР. Бывшее «газовое хозяйство» России тогда оценивалось в 236,7 млрд руб. Министерство финансов РФ зарегистрировало выпуск 236735129 обыкновенных акций ПАО «Газпром» с номинальной стоимостью по 1000 руб. Первоначальным собственником акций являлась Российская Федерация.

После приватизации «Газпрома» (1993 - 1995 гг.) 41% акций остался в собственности государства, 10% за приватизационные чеки приобрел сам «Газпром», 15% за приватизационные чеки (не менее 50% оплаты) и денежные средства купили работники компании (в том числе бывшие), 32,9% за чеки – жители 60 регионов России, 1,1% акций был передан ОАО «Росгазификация». В оплату за акции «Газпрома» в федеральный бюджет поступило 8,3 млн приватизационных чеков и около 17 млрд руб., а акционерами стали 1,03 млн граждан России.

В связи с деноминацией рубля в 1998 г. номинальная стоимость обыкновенных именных акций «Газпрома» составила 0,01 руб. В декабре того же года акции первого выпуска (номиналом 1 коп.) были конвертированы в пропорции 1:1 в акции второго выпуска (номиналом 5 руб.). В результате уставный капитал вырос в 500 раз, но увеличение было формальным: просто в течение 1997 г. была проведена бухгалтерская переоценка линейной части магистральных газопроводов «Газпрома» путем прямого пересчета ее стоимости по рыночным ценам на 01.01.1997 г. Эта сумма и была включена в уставный капитал. Таким образом, при обмене акций первого выпуска на акции второго акционеры ничего дополнительно не платили.

Так сложился имеющийся на сегодня уставный капитал ПАО «Газпром».

Вопросы о торговле акциями компании не могли быть решены без участия государства, однако содержание тех или иных законодательных документов лоббировалось в то время группами заинтересованных лиц и зачастую становилось плодом компромисса между противоборствующими группировками.

Второй по величине после Росимущества пакет акций принадлежал компании, формально – в собственности его четырех дочерних обществ (АБ «Газпромбанк», ООО «Газпроминвестхолдинг», НПФ «Газфонд» и АО «Газпромфинанс Б.В.»), а фактически им распоряжался высший менеджмент «Газпрома».

С 2001 г. федеральная власть предпринимала попытки получить контрольный пакет акций «Газпрома» в федеральную собственность. Решение этой задачи означало бы национализацию компании. Для консолидации акций было использовано созданное в 2004 г. акционерное общество – ОАО «Роснефтегаз», собственником которой является Росимущество, а назначением стало приобретение и держание акций ОАО «Роснефть» и «Газпрома». 16 июня 2005 г. совет директоров «Газпрома» единогласно одобрил продажу 10,74% акций «Роснефтегазу» за 203,5 млрд руб. Таким образом, на сегодняшний момент чуть более 50% акций «Газпрома» теперь принадлежит Российской Федерации.

В свою очередь, под давлением бюджетных проблем в 1996 г. было принято исключительное решение о продаже 1,15% акций иностранным инвесторам. При этом предполагалось, что нерезиденты не будут иметь доступа к «отечественным» акциям и смогут покупать только то, что им «выделит» российское государство. Такой подход положил начало формированию двух изолированных рынков – внешнего и внутреннего, что на данный момент представляет существенную проблему. После начала торгов в 1996 г. за рубежом акции шли в среднем по 1,6 долл., тогда как на внутреннем – по 0,35 долл.

Принятое в 1997 г. законодательство закрепило разделение рынка акций «Газпрома» на внутренний и внешний. Нерезиденты не могли владеть более чем 9% акций и должны были получать специальное разрешение на сделки с акциями компании.

В итоге, в 1999 г. требования были смягчены: не менее 35% от общего количества обыкновенных акций «Газпрома» должно было находиться

в собственности Российской Федерации, а максимально возможная доля нерезидентов в уставном капитале увеличена до 20%.

Но это не изменило фрагментарности рынка акций «Газпрома»: функционирование нескольких изолированных центров для торговли одной и той же ценной бумагой порождало и несколько цен на бумагу одного эмитента. Очевидно, что в условиях разделения рынка акций на несколько слабо пересекающихся сегментов ставить вопрос о рыночной стоимости всей компании некорректно.

Новая страница в истории торговли акциями была открыта в июне 2005 г., когда дочерние компании «Газпрома» продали свои доли государственной компании ОАО «Роснефтегаз». Согласно изменениям в законодательстве, за государством был закреплен контрольный пакет (50% + одна акция), снято 20%-е ограничение на владение акциями со стороны нерезидентов, а также отменены ограничения на торговлю акциями на российских биржах.

Отметим, что в ходе всех преобразований речь шла не о получении компанией дополнительного капитала с помощью размещения новых выпусков акций. Происходило перераспределение первоначального капитала между различными группами держателей.

Таким образом, на 2017 год размер уставного капитала ПАО «Газпром» составляет 118367 млн. руб. и разделен на 23673512900 обыкновенных именных акций номинальной стоимостью 5 руб. каждая. Привилегированные акции в структуре капитала отсутствуют, также, как и собственные акции на балансе компании отсутствуют за весь анализируемый период.

Таблица 6 – Динамика цен обыкновенных акций ПАО «Газпром»²³

| Цена за обыкновенную акцию на закрытие торгов, руб. | 2017 год | 2016 год | 2015 год |
|---|----------|----------|----------|
| На конец года | 130,5 | 154,6 | 136,9 |
| Минимальная | 115,4 | 124,6 | 130,9 |
| Максимальная | 157,9 | 168,5 | 163 |

²³ Составлено автором на основе данных InvestFunds



Рисунок 7 – Динамика курса акций ПАО «Газпром» за 2015-2017 гг.²⁴

Очевидно, что динамика имеет отрицательный вид, в первую очередь это связано с большими затратами компании на строительство, например в 2017 году началась стройка газовой магистрали Северный поток-2.

Структура акционерного капитала ПАО «Газпром» на 2017 год, представлена на рисунке 8.

Как можно заметить на рисунке Правительство Российской Федерации, являясь основным акционером ПАО «Газпром», имеет контрольный пакет акций (включая прямое и косвенное владение) свыше 50% компании. При этом специального права на участие Российской Федерации в управлении ПАО «Газпром» («золотая акция») нет.

²⁴ InvestFunds [Электронный ресурс] // Официальный сайт об инструментах для частных инвесторов. – Электрон. дан. – URL: <https://investfunds.ru/stocks/Gazprom/> (дата обращения: 20.12.2018)



Рисунок 8 – Структура акционерного капитала ПАО «Газпром» на 2017 год²⁵

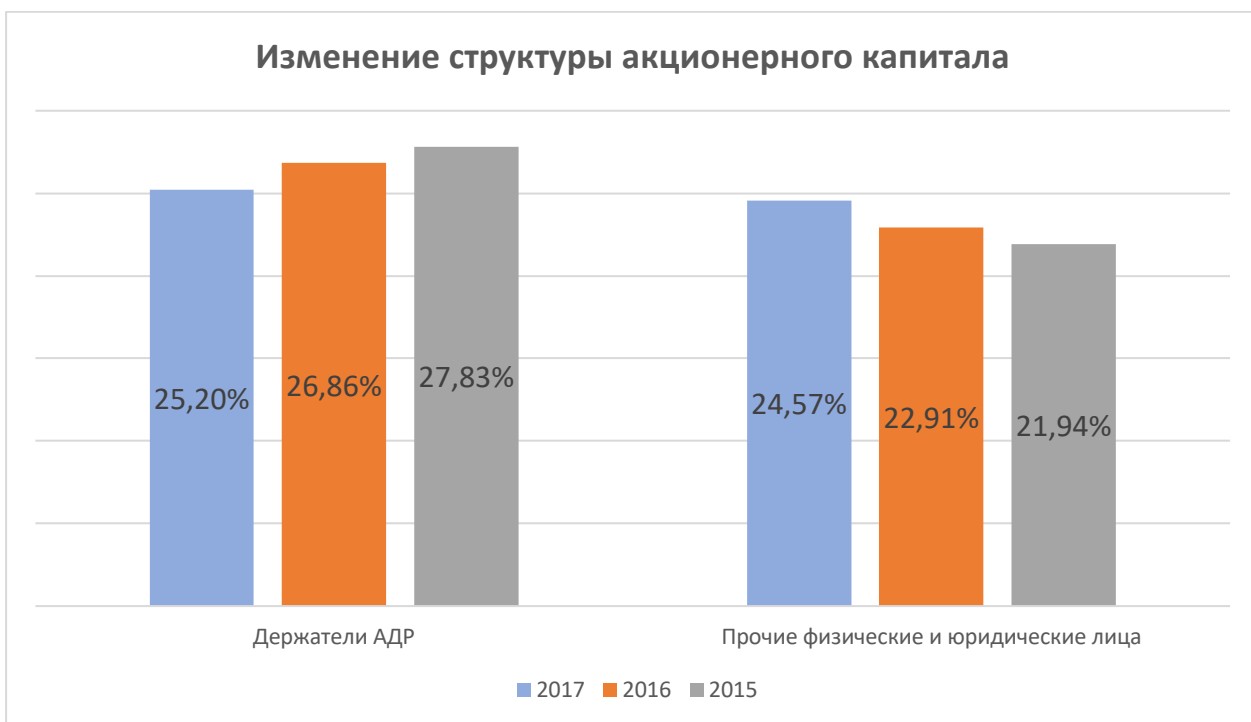


Рисунок 9 – Изменение структуры акционерного капитала ПАО «Газпром» за последние три года²⁶

²⁵ Составлено автором на основе данных ПАО «Газпром»

²⁶ То же

Стоит отметить, в структуре значимое место занимают американские депозитарные расписки на обыкновенные акции «Газпрома» (1:2), свободно обращающаяся на иностранном фондовом рынке (АДР) – 25,2%, чье соотношение за последние три года менялось.

В целом АДР выступает в качестве хорошего инструмента для входа на международные площадки торговли. Например, АДР ПАО «Газпром» имеют листинг на Лондонской фондовой бирже, обращаются на внебиржевом фондовом рынке США и европейских биржах, в частности – на Берлинской, Франкфуртской и Сингапурской фондовых биржах. Но несмотря на это, влияние политических факторов перекрывает все положительные моменты, так как инвесторы включают акции «Газпрома» в группу ценных бумаг развивающихся стран, а такие вложения носят жестко лимитированный и спекулятивный характер, к этому добавляется и тот факт, что отношение к акциям на внешнем рынке априори не может быть лучше, чем на внутреннем. Нестабильность (волатильность) цен акций «Газпрома» на зарубежных биржах будет всегда сопоставима или выше, чем на отечественной.

Благодаря рисунку 9, можно заметить, что доля физических и юридических лиц в структуре капитала снизилась, что напрямую взаимосвязано с капитализацией компании.

Докажем это путем расчета коэффициента корреляции, проведенного в статье Гукасян З.О., по долям акционерной собственности и капитализацией ПАО «Газпром», а также влияния структуры акционерного капитала на рентабельность активов корпорации для целей количественного измерения воздействия на один из обобщающих показателей эффективности представлен в таблице 7.

Результаты анализа, полученные автором, позволяют сделать вывод, что структура собственности оказывает существенное влияние на показатели деятельности корпорации либо в год ее трансформации (без лага), либо на следующий год (с лагом один).

Таблица 7 – Расчет коэффициента корреляции ПАО «Газпром» (2007-2017 гг.)²⁷

| Показатель | Капитализация | | Рентабельность активов | |
|------------------------------|---------------|-----------|------------------------|-----------|
| | Без лага | С лагом 1 | Без лага | С лагом 1 |
| Доля РФ | - 0,4304 | - 0,3028 | - 0,5435 | -0,6357 |
| Доля участия юридических лиц | - 0,6632 | - 0,7506 | - 0,2325 | - 0,1029 |
| Доля участия физических лиц | 0,6670 | 0,7517 | 0,2430 | 0,1154 |

Таким образом, увеличение в структуре акционерной собственности ПАО «Газпром» доли государства и доли юридических лиц снижает показатель рыночной капитализации компании и показатель рентабельности активов, при этом с долей физических лиц наблюдается обратная ситуация: увеличение доли физических лиц в структуре акционерного капитала повышает капитализацию. В свою очередь, увеличение доли, контролируемой РФ, также негативно отражается на рентабельности активов. Однако какого-либо статистически значимого влияния изменения доли юридических и физических в структуре капитала на рентабельность активов на имеющихся данных выявить не удалось. Также важно отметить, что отношения собственности и структуры акционерного капитала являются и показателем качества системы корпоративного управления компании.

При этом существует проблема, связанная с двухуровневой структурой акционерного капитала ПАО «Газпром». Российский рынок акций, весьма мал по сравнению с другими фондовыми рынками, например, Лондонская фондовая биржа, на которой также торгуются акции ПАО «Газпром», приблизительно в шесть раз превосходит Московскую по суммарной капитализации, а также по числу участников. Помимо этого, далеко не все акции российских нефтегазовых компаний могут быть вовлечены в биржевой оборот, о чем, в частности, говорит доля акций в свободном обращении. Доля

²⁷ Составлено автором на основе статьи Гукасян З.О. Влияние структуры акционерной собственности на корпоративное управление в нефтегазовых компаниях // Наука и бизнес: пути развития. 2017. № 3(44). – С. 35.

сделок с акциями «Газпрома» в ежедневном объеме торгов на Московской бирже составляет приблизительно 20%²⁸.

В связи с этим возникает сомнение в подобном разграничении акционерного капитала и торговли на двух разных площадках особенно с учетом политической ситуации в настоящее время.

2.3 Структура корпоративного управления компании

Корпоративное управление представляет собой не только систему заинтересованного взаимодействия менеджмента корпорации, совета директоров, акционеров и других лиц, в рамках которого формируются цели и средства их достижения, но всю совокупность инструментов управления деятельностью компании. Поэтому совершенствование корпоративного управления является эффективным инструментом развития бизнеса, привлечения инвесторов, повышения конкурентоспособности и выхода на мировой рынок.

Вопросы корпоративного управления привлекают внимание не только собственников, топ-менеджмент и других участников бизнеса, но и общества в целом. Повышение качества корпоративного управления является стратегической задачей, от решения которой зависит имидж, экономическая эффективность и устойчивое развитие корпорации. Уровень развитости и эффективности организационных структур корпорации и оценка управления определяются с учетом структуры собственности, отраслевой принадлежности, размера выручки, обеспечения баланса интересов субъектов и других экономических показателей и социальных факторов. Эффективное управление корпорациями нефтегазового сектора для России ввиду сырьевой направленности экономики имеет важное стратегическое значение.

²⁸ ПАО «Газпром» [Электронный ресурс] // Официальный сайт компании. – Электрон.дан. – URL: <http://www.gazprom.ru/> (дата обращения: 28.12.2018)

Модель корпоративного управления зависит от выбора акционеров и их раздробленности, количества стейкхолдеров (заинтересованных в управлении лиц), степени независимости управляющих органов, модели взаимодействия между собственниками и топ-менеджментом. При выборе модели корпоративного управления экономики необходимо учитывать влияние всего многообразия факторов, так и конкретного фактора на достижение поставленной цели. Выбранная модель корпоративного управления будет эффективной (качественной) в случае соответствия принципам прозрачности, справедливости, подотчетности и социальной ответственности, обеспечения инвестиционной привлекательности и открытости, инновационной активности, а также наличия механизмов урегулирования конфликтов и столкновений интересов, возникающих в корпоративном управлении.

В зарубежной практике сложились две модели корпоративного управления: аутсайдерская (рыночная) и инсайдерская (модель контроля), на функционирование которых оказывают влияние институциональная среда и инфраструктура. Аутсайдерская модель предусматривает преимущественное влияние на корпорацию топ-менеджмента, поскольку капитал в значительной степени распылен между собственниками и какой-то один из них не может оказывать существенного воздействия на принятие решений. Инсайдерская модель предусматривает наличие крупных собственников, которые вместе с трудовым коллективом могут оказывать влияние на принятие решений, при этом роль топ-менеджмента значительно ограничена. Модель предусматривает концентрацию капитала и наличие внутрифирменных стандартов взаимодействия топ-менеджмента, собственников и трудового коллектива.

В свою очередь, в России функционирует так называемая гипертрофированная модель корпоративного управления, основную роль в которой играют собственники, существенно ограничивающие действия топ-менеджмента с одновременной пассивной ролью трудовых коллективов.

Обращаясь непосредственно к системе корпоративного управления ПАО «Газпром» можно отметить, что в ней заложены принципы, направленные

ные на сохранение и преумножение активов, рост рыночной стоимости, поддержание финансовой стабильности и прибыльности Компании, уважение прав и интересов акционеров и иных заинтересованных лиц.

ПАО «Газпром» относится к вертикально интегрированной компании, которая предполагает объединение в рамках одной компании производства исходных компонентов, их переработку, распределение, продажу продуктов переработки и другие мероприятия.

Административное управление осуществляется Советом директоров, который осуществляет общее руководство деятельностью компании, за исключением решения вопросов, отнесенных к компетенции общего собрания акционеров.

На основе директив Совета директоров, Председатель Правления и Правление осуществляют руководство текущей деятельностью.

Корпоративное управление ПАО «Газпром» направлено, в первую очередь, на неукоснительное соблюдение прав всех акционеров. На основе справедливого отношения к акционерам, защиты их прав и интересов вне зависимости от количества принадлежащих им акций построены ключевые внутренние документы компании.

В целом, темпы развития корпоративного управления в Российской Федерации существенно отличаются от мировой экономики. Это объясняется не только спецификой экономического роста, особенностями ведения предпринимательской деятельности, но и влиянием мировой нестабильности и действующей санкционной политики. Современные рыночные условия мировой экономики определяют общие направления и механизмы совершенствования практики корпоративного управления, а соответственно, и оценки его качества. Поэтому компании важно понимать, насколько существующая система управления эффективна.

Существующие в мировой практике подходы к анализу и оценке эффективности корпоративного управления базируются на применении показателей, которые группируются по следующим основаниям: показатели, харак-

теризующие операционную эффективность (показатели рентабельности) и показатели стоимостной оценки²⁹. Существует и третий подход, основанный на проведении комплексного анализа финансово-хозяйственной деятельности нефтегазовой компании.



Рисунок 10 – Структура корпоративного управления ПАО «Газпром»³⁰

²⁹ Костенкова Т.Ю. Влияние корпоративного управления на показатели эффективности компании / Т.Ю. Костенкова // Российское предпринимательство. – 2013. – Том 14. – № 7. – 89 с.

³⁰ Составлено автором на основе данных ПАО «Газпром»

В рамках формирования системы показателей для целей оценки качества корпоративного управления необходимо учитывать важность ее соответствия определенным требованиям. Первоочередным требованием является требование комплексности, состоящее во включении в систему оценки нескольких групп показателей, отражающих одновременно уровень соблюдения экономических интересов субъектов корпоративного управления, финансовое состояние корпорации, а также степень эффективности использования различного рода ресурсов (трудовых, финансовых, материальных и т.д.). Следующим требованием является соответствие системы оценки как краткосрочным целям и интересам, так и долгосрочным, перспективным.



Рисунок 11 – Схема оценки качества корпоративного управления³¹

В рамках представленной схемы рассчитываются три интегральных показателя, характеризующих уровень совпадения экономических интересов, финансовое состояние корпорации и степень эффективности использования

³¹ Составлено автором на основе статьи Гукасян З.О.

ресурсов. Значения данных коэффициентов обобщаются в интегральном показателе – коэффициенте качества корпоративного управления.

В системе присутствуют исключительно показатели, отвечающие требованию однонаправленности влияния, то есть при росте (сокращении) коэффициентов финансового состояния, эффективности использования ресурсов и совпадения экономических интересов будет наблюдаться аналогичная динамика в отношении показателя качества корпоративного управления. Кроме того, данный подход к оценке качества корпоративного управления обеспечивает и обоснование основной функции корпоративного управления – максимизации прибыли и повышения рыночной капитализации компании.

Стратегическая направленность развития корпорации, инновационность реализуемых проектов и производимой продукции, ее качество, уровень выполнения поставленных перед топ-менеджментом целей, использование в деятельности брендовых продуктов, эффективность корпоративного управления оказывают постоянное воздействие на рыночную капитализацию компании³².

В контуре оценки качества реализуемых в корпорации управленческих процессов приращение стоимости – это интерес не только собственников, но и топ-менеджмента, так как финансовое благополучие руководящего персонала находится в прямой зависимости от рыночной капитализации корпорации. Одновременно с этим прослеживается четкая зависимость и взаимообусловленность рыночной капитализации компании и ее финансового состояния, прибыльности и эффективности работы. Выбор этого показателя в качестве целевой функции качества корпоративного управления позволит оценить с учетом влияния факторов изменение капитализации корпорации, определить за счет чего произошло ее повышение (понижение), за счет каких элементов корпоративного управления: финансового менеджмента, эффективности деятельности или противоречий экономических интересов.

³² Сирота Л.В. Капитализация как индикатор эффективного развития корпорации / Л.В. Сирота // Российское предпринимательство. - 2010. – 9-1. – 42 с.

3 Совершенствование методов оценки капитализации ПАО «Газпром»

3.1 Оценка капитализации компании

Ранее в процессе исследования были рассмотрены два механизма к оценке капитализации: биржевой и оценочный, а также сделан вывод о влиянии структуры акционерного капитала и качества корпоративного управления на рост капитализации компании. На основании выдвинутой методики дадим проанализируем деятельность ПАО «Газпром».

Оценка капитализации нефтегазовых компаний является многофакторным процессом, поэтому для начала, важно учесть все факторы, которые способны оказать влияние на деятельность ПАО «Газпром».

В таблице 8 представлен SWOT-анализ компании и вытекающая из него матрица стратегий. Сильные и слабые стороны компании позволяют определить ее текущее состояние и проблемы, которые следует устранить. В свою очередь, внешние возможности и угрозы позволят понять компании, какие у нее есть перспективы для развития.

Анализ показывает, что благодаря долгому опыту работы компании, «Газпром» обладает доверием со стороны клиентов благодаря качественной работе, надежности. У компании есть все необходимые возможности, чтобы повысить свою конкурентоспособность и укрепить сильные стороны.

Данные таблицы демонстрируют, что в ходе SWOT-анализа были разработаны стратегии с учетом различных факторов. Учитывая настоящее положение и перспективы развития отрасли ПАО «Газпром» необходимо выбрать стратегию дифференциации (Стратегия 1), так как цель компании заключается в становлении лидером среди глобальных энергетических компаний, которым она и является на данный момент, однако в скором времени могут возникнуть определенные риски борьбы с конкурентами. В свою очередь, стоит отметить, что сильные стороны компании, однозначно, берут

верх над слабыми, что говорит об эффективности работы сотрудников корпорации.

Таблица 8 – Матрица стратегий ПАО «Газпром»³³

| | Сильные стороны | Слабые стороны |
|--|--|--|
| | 1. Эффективное управление. 2. Большие запасы газа на территории России 3. Диверсификация маршрутов и повышение надежности поставок газа в Европу. 4. Способность удовлетворять растущий спрос на энергоресурсы. 5. Лидирующее место по темпу роста рыночной капитализации. 6. Большие затраты на НИОКР. 7. Развитие производства и морской транспортировки сжиженного природного газа (СПГ). 8. Лучшие рекламные компании, спонсорская и благотворительная деятельность. 9. Жесткость в отстаивании корпоративных интересов. | 1. Необходимость развития сбытовой сети. 2. Необходимость инвестировать серьезные средства в разработку новых месторождений. 3. Недостаточное финансирование проектов. 4. Отставание темпов роста добычи от темпов роста потребления газа. 5. Стоимость акций Газпрома все-таки остается заниженной в цене. 6. Проблема модернизации действующей системы магистральных газопроводов. 7. Невозможность обеспечения растущего спроса на энергетические ресурсы за счет поставок СПГ. |
| Возможности | <i>Стратегия 1</i> | <i>Стратегия 2</i> |
| 1. Сохранение достигнутых позиций на европейском газовом рынке. 2. Географическая диверсификация (выход на рынки Северной Америки и стран АТР). 3. Газовые ресурсы Центральной Азии дают возможность выхода на новые рынки сбыта. 4. Признанный лидер рынка. 5. Возможности расширения ассортимента продукции. 6. Лидирующее место в сфере распределения газа. 7. Отсутствие политического элемента в газовом ценообразовании на внешнем рынке; установление рыночных цен. 8. Заинтересованность государства в развитии газовой промышленности на территории страны. | 1. Усовершенствование технологий и разработка новых природных ресурсов позволит компании укрепить и увеличить ее долю на мировом рынке. 2. Строительство трубопроводов откроет выходы на новые рынки. | 1. Получив дополнительный доход, использовать его на разработку новых месторождений. 2. Необходимо избавляться от непрофильных активов, перераспределяя средства на профильные. 3. Внедрение в производство современной техники и технологии |
| Угрозы | <i>Стратегия 3</i> | <i>Стратегия 4</i> |
| 1. Проводимая на государственном уровне политика по недопущению иностранных компаний в качестве операторов разработки наиболее перспективных объектов. 2. Сохранение транзитных рисков. 3. Ставка на закупки среднеазиатского газа. 4. Низкая прибыльность из-за внутренних регулируемых тарифов на газ. 5. Ослабление позиций Газпрома на рынке Средней Азии за счет усиления поставок газа Туркменистаном и Узбекистаном в другие страны. 6. Снижение уровня обеспеченности мировой экономики запасами нефти и газа. 8. Регламентация Правительством РФ внутренних тарифов на газ. | 1. Необходимо разрабатывать планы, с учетом риска изменения политической и налоговой ситуации. 2. Нужно повышать уровень эффективности и контроль над затратами, путем четкого контроля за всеми уровнями управления. | 1. Ужесточить контроль над издержками. 2. Создание долгосрочных планов, с учетом изменения налогового законодательства и политической ситуации, а также с учетом реформирования газового рынка. |

³³ Составлено автором

Капитализация представляет собой естественный результат финансово-хозяйственной деятельности, поэтому для оценки капитализации и дальнейших рекомендаций по ее увеличению, необходимо проанализировать финансовое положение и оценить эффективность самой компании.

Для начала, проведем анализ финансово-экономического состояния ПАО «Газпром» по данным финансовой (бухгалтерской) отчетности компании за три года.

Составим агрегированный баланс предприятия, результаты которого приведены в таблице 9.

Таблица 9 – Агрегированный баланс ПАО «Газпром»³⁴

| Показатель | Значение показателя | | |
|---|---------------------|--------------------|--------------------|
| | в млн. руб. | | |
| | 2017 год | 2016 год | 2015 год |
| АКТИВ | | | |
| 1.Внеоборотные, всего | 11085135551 | 10802580669 | 9291306836 |
| в том числе: основные средства | 7824129524 | 7882970562 | 6854031578 |
| нематериальные активы | 20095198 | 14943622 | 11776108 |
| 2.Оборотные, всего | 3300033802 | 3050365090 | 3689941121 |
| в том числе: запасы | 542457497 | 488887199 | 539864750 |
| дебиторская задолженность | 1744988031 | 1760887954 | 2515375547 |
| денежные средства и краткосрочные финансовые вложения | 962539296 | 727328177 | 565026583 |
| ПАССИВ | | | |
| 1.Собственный капитал | 10324208370 | 10414000247 | 9322338840 |
| 2.Долгосрочные обязательства, всего | 2034534267 | 1930267050 | 2087032902 |
| в том числе: заемные средства | 1500004197 | 1443879533 | 1698237066 |
| 3.Краткосрочные обязательства, всего | 2026426716 | 1508678462 | 1571876215 |
| в том числе: заемные средства | 929199235 | 662360662 | 793301130 |
| БАЛАНС | 14385169353 | 13852945759 | 12981247957 |

³⁴ Составлено автором на основе данных ПАО «Газпром»

По данным таблицы видно, что стоимость имущества предприятия ПАО «Газпром» возрастает (на 2,6% в 2017 году по отношению к 2016 году). Рост имущества предприятия заслуживает позитивной оценки, поскольку свидетельствует о расширении масштабов хозяйственной деятельности компании в анализируемом периоде.

На рисунке 12, можно увидеть, что наибольший удельный вес в структуре активов имеют внеоборотные активы (в 2015 году - 72%, в 2016 году - 76%, в 2017 году – 77%) и заметна тенденция к увеличению. Это говорит о том, что основная часть финансовых ресурсов предприятия направляется на финансирование имущества ПАО «Газпром». Но стоит отметить, что в этом случае требуется больше финансовых ресурсов для поддержания, и тем больше должна быть доля собственного капитала.



Рисунок 12 – Структура активов ПАО «Газпром» за 2017 год³⁵

Преобладающий удельный вес в составе внеоборотных активов ПАО «Газпром» по всем годам занимают основные средства (в 2017 году – 71%). К ним относятся активы, используемые в процессе хозяйственной деятельности

³⁵ Составлено автором на основе данных ПАО «Газпром»

в качестве орудий и средств труда в течение длительного времени (более 12 месяцев).

Второе место занимают финансовые вложения, доля которых за последний год увеличилась на 2%, что говорит о том, что компания увеличила объемы вложений финансовых средств в ценные бумаги других предприятий.

В свою очередь, основную часть в структуре оборотных активов ПАО «Газпром» составляет дебиторская задолженность – 68% в 2015 году, 57% в 2016 году, 52% в 2017 году. Дебиторская задолженность предприятия в анализируемом периоде снизилась.

Помимо всего прочего, произошло увеличение денежных средств на 2% в 2017 году по сравнению с 2016 годом, что говорит о том, что в ПАО «Газпром» увеличилась часть наиболее ликвидных оборотных активов, что оценивается положительно.

За анализируемый период произошли изменения в составе запасов компании. Увеличился удельный вес запасов сырья и материалов на 11% в 2017 году по отношению к 2016 году. При этом происходит и увеличение оборотных активов, что свидетельствует о стабильном росте продаж.

Источником формирования и приумножения активов компании является его капитал, величина которого отображается в валюте баланса.

Данные баланса указывают на то, что в анализируемом периоде в структуре капитала предприятия наибольший удельный вес занимает собственный капитал (в 2015 году - 71%, в 2016 году - 74% и в 2017 году - 72%), это способствует росту финансовой устойчивости компании.

В структуре капитала ПАО «Газпром» на протяжении всего анализируемого периода, наибольший удельный вес в структуре долгосрочных обязательств предприятия занимают заемные средства, при чем было заметно снижение на 15% в период с 2015 по 2016 год, но в 2017 выявлено увеличение суммы заемных средств на 4% по сравнению с 2016 годом. В краткосрочных обязательствах большим удельным весом преобладает кредиторская

задолженность (48% на 2017 год), при этом наблюдается тенденция к увеличению, как в абсолютном значении, так и удельный вес данной задолженности в структуре капитала предприятия, что может говорить о возможной длительной задержке расчетов с поставщиками.



Рисунок 13 – Структура капитала ПАО «Газпром» за 2017 год³⁶

Значительное увеличение краткосрочных заемных средств отмечено в 2017 году (на 34% по сравнению с 2016 годом). Это свидетельствует о большом количестве займов ПАО «Газпром» у банков, а это может повлечь за собой неустойчивое финансовое состояние компании, в связи с тем, что краткосрочные кредиты - дорогостоящий источник финансирования (из-за высокого процента).

Проведем оценку активов ПАО «Газпром» (таблица 10).

Чистые активы ПАО «Газпром» за конец 2017 года намного (в 87 раз) превышают уставный капитал. Данное соотношение положительно характеризует финансовое положение, полностью удовлетворяя требованиям нормативных актов к величине чистых активов компании. Более того, определив

³⁶ Составлено автором на основе данных ПАО «Газпром»

текущее состояние показателя, необходимо отметить увеличение чистых активов на 11% за весь рассматриваемый период. Превышение чистых активов над уставным капиталом и в то же время их увеличение за период говорит о хорошем финансовом положении организации по данному признаку.

Таблица 10 – Стоимость чистых активов ПАО «Газпром»³⁷

| Показатель | Значение показателя | | | |
|--|---------------------|-------------|------------|--------------|
| | в млн. руб. | | | в % к валюте |
| | 2017 год | 2016 год | 2015 год | 2017 год |
| Чистые активы | 10324208370 | 10414000247 | 9322338840 | 71,8 |
| Уставный капитал | 118367564 | 118367564 | 118367564 | 0,8 |
| Превышение чистых активов над уставным капиталом | 10205840806 | 10295632683 | 9203971276 | 70,9 |

Ниже на рисунке представлено изменение чистых активов и уставного капитала.

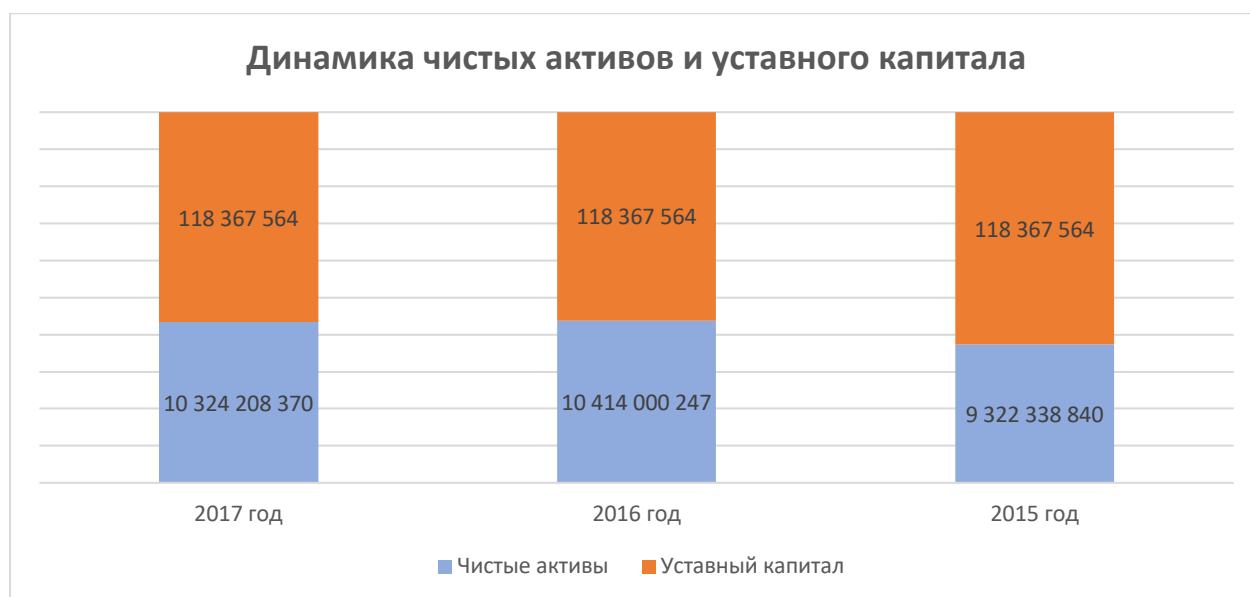


Рисунок 14 – Динамика чистых активов и уставного капитала ПАО «Газпром»³⁸

Для определения характера финансовой устойчивости организации рассчитаем показатели финансовой устойчивости.

³⁷ Составлено и рассчитано автором на основе данных ПАО «Газпром»

³⁸ То же

Таблица 11 – Показатели финансовой устойчивости ПАО «Газпром»³⁹

| Показатель | Значение показателя | | |
|--|---------------------|----------|----------|
| | 2017 год | 2016 год | 2015 год |
| Коэффициент капитализации <i>Нормальное значение для данной отрасли: не более 1,5</i> | 0,35 | 0,33 | 0,44 |
| Коэффициент автономии <i>Нормальное значение для данной отрасли: 0,4 и более</i> | 0,72 | 0,75 | 0,72 |
| Коэффициент финансирования <i>Нормальное значение: не менее 0,1</i> | 1,39 | 1,33 | 1,39 |
| Коэффициент финансовой устойчивости | 0,86 | 0,89 | 0,88 |

Ключевым показателем структуры капитала компании является коэффициент автономии 72%, полученное значение говорит о неоправданно высокой доли собственного капитала в общем капитале и свидетельствует о том, что компания слишком осторожно относится к привлечению заемных денежных средств. Коэффициент автономии за весь рассматриваемый период практически не изменился, снизившись всего на 3%.

Коэффициент капитализации позволяет оценить, насколько компании зависима в своем развитии от заемных средств. В анализируемом периоде заметно стабильное снижение данного показателя, что свидетельствует о росте инвестиционной привлекательности и позволяет говорить о том, что основным источником финансирования ПАО «Газпром» являются собственные средства.

Для определения типа финансовой устойчивости необходимо рассчитать абсолютные показатели финансовой устойчивости, результаты расчетов которых приведены в таблице 12.

Поскольку на конец 2017 года наблюдается недостаток только собственных оборотных средств, рассчитанных по 1-му варианту (СОС1), финансовое положение ПАО «Газпром» по данному признаку можно характеризовать как нормальное. Следует обратить внимание, что несмотря на хорошую финансовую устойчивость все три показателя покрытия собственными оборотными средствами запасов в течение анализируемого периода ухудшили свои значения.

³⁹ Составлено и рассчитано автором на основе данных ПАО «Газпром»

Таблица 12 – Абсолютные показатели финансовой устойчивости ПАО «Газпром»⁴⁰

| Показатель собственных оборотных средств (СОС) | Значение показателя | | Излишек (недостаток) | | |
|--|---------------------|----------------|----------------------|------------|------------|
| | Конец периода | Начало периода | 2017 год | 2016 год | 2015 год |
| СОС1 (без учета ДП и КП) | -760927181 | 31032004 | - 1303384678 | -877467621 | -508832746 |
| СОС2 (с учетом ДП) | 1273607086 | 2118064906 | 731149589 | 1052799429 | 1578200156 |
| СОС3 (с учетом ДП и КП) | 2202806321 | 2911366036 | 1660348824 | 1715160091 | 2371501286 |

Одним из важнейших показателей финансовой устойчивости предприятия является его платежеспособность. Предприятие считается платежеспособным, когда существует возможность покрытия краткосрочных обязательств, имеющимися денежными средствами, краткосрочными финансовыми вложениями (ценные бумаги, временная финансовая помощь другим предприятиям) и активными расчетами (расчеты с дебиторами).

Для оценки платежеспособности принято рассчитывать показатели ликвидности (таблица 13), которые позволяют вычислить сопоставление ликвидных средств компании и ее обязательств.

Коэффициент абсолютной ликвидности — наиболее жесткая оценка ликвидности, которая допускает, что дебиторская задолженность не сможет быть погашена в срок для удовлетворения нужд краткосрочных кредиторов⁴¹. Коэффициент находится в пределах нормы.

Коэффициент быстрой ликвидности показывает, какая часть краткосрочной задолженности может быть погашена за счет наиболее ликвидных и быстро реализуемых активов. На начало анализируемого периода значение показателя составило 2. На конец периода значение показателя снизилось и составило 1,4. Таким образом, ликвидные активы покрывают краткосрочные обязательства, а риск потери платежеспособности отсутствует, что является позитивным сигналом для инвесторов.

⁴⁰ Составлено и рассчитано автором на основе данных ПАО «Газпром»

⁴¹ Шохин Е. И. Финансовый менеджмент / Е. И. Шохин – Москва: КНОРУС, 2013. – 359 с.

Коэффициент текущей ликвидности показывает способность компании погашать текущие (краткосрочные) обязательства за счет оборотных активов. Чем значение коэффициента больше, тем лучше платежеспособность предприятия. Этот показатель учитывает, что не все активы можно реализовать в срочном порядке. Значение коэффициента текущей ликвидности 3,26 в 2017 году говорит о том, что оборотных средств достаточно для покрытия краткосрочных обязательств.

Таблица 13 – Коэффициенты ликвидности ПАО «Газпром»⁴²

| Показатель | Значение показателя | | |
|---|---------------------|----------|----------|
| | 2017 год | 2016 год | 2015 год |
| Коэффициент текущей ликвидности <i>Нормальное значение для данной отрасли: не менее 1,8</i> | 3,26 | 4,00 | 4,01 |
| Коэффициент быстрой (промежуточной) ликвидности <i>Нормальное значение для данной отрасли: 1 и более</i> | 1,4 | 1,7 | 2 |
| Коэффициент абсолютной ликвидности <i>Нормальное значение для данной отрасли: 0,2 и более</i> | 0,51 | 0,51 | 0,39 |

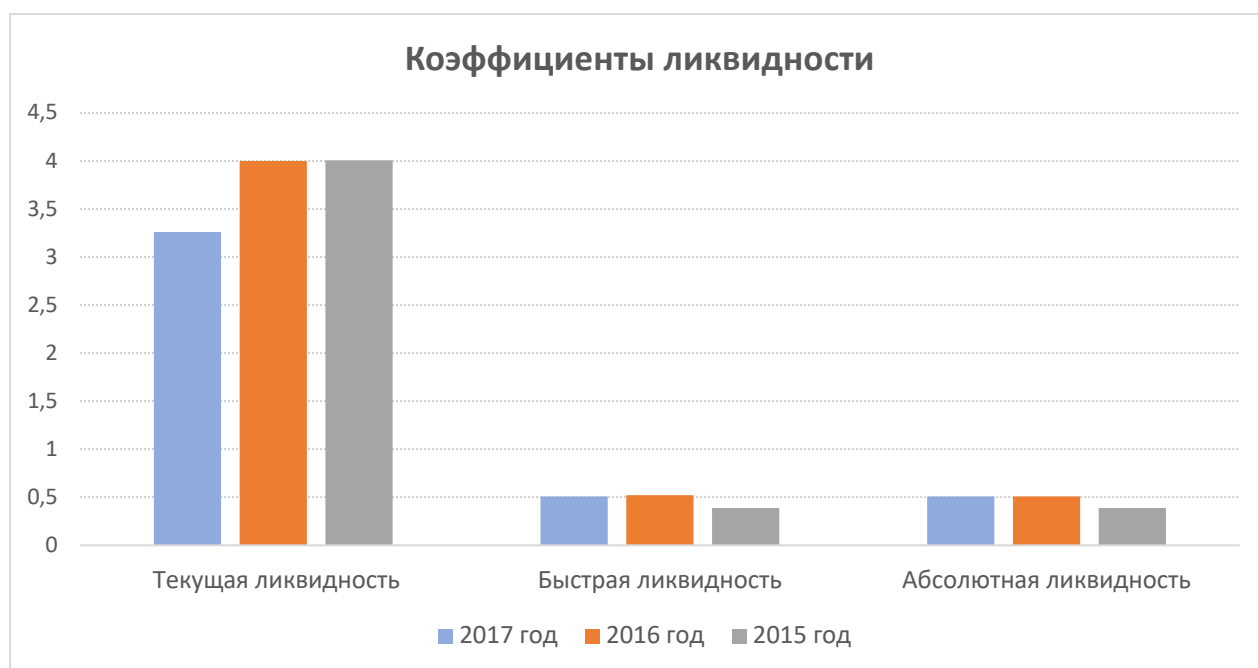


Рисунок 15 – Изменение значений коэффициентов ликвидности ПАО «Газпром»⁴³

Для дальнейшего анализа необходимо дать оценку эффективности деятельности ПАО «Газпром».

⁴² Составлено и рассчитано автором на основе данных ПАО «Газпром»

⁴³ То же

Для исследования экономических (финансовых) результатов деятельности компании проведем горизонтальный анализ отчета о финансовых результатах предприятия за 2015-2017 гг.

Таблица 14 – Агрегированный отчет о финансовых результатах ПАО «Газпром»⁴⁴

| Показатели | Абсолютные величины, млн. руб. | | |
|---|--------------------------------|------------|------------|
| | 2017 год | 2016 год | 2015 год |
| Выручка | 4313031616 | 3934488441 | 4334293477 |
| Расходы по обычным видам деятельности | 3937520217 | 3601814522 | 3522353456 |
| Прибыль (убыток) от продаж | 375511399 | 332673919 | 811940021 |
| Прочие доходы и расходы, кроме процентов к уплате | - 79063279 | 418495241 | -260103257 |
| ЕВИТ (прибыль до уплаты процентов и налогов) | 296448120 | 751169160 | 551836764 |
| Проценты к уплате | 98052019 | 119740422 | 117347453 |
| Изменение налоговых активов и обязательств, налог на прибыль и прочее | -9809812 | -220004141 | -30966505 |
| Чистая прибыль (убыток) | 100297977 | 411424597 | 403522806 |

По данным таблицы видно, что выручка ПАО «Газпром» в 2017 году увеличилась на 378 543 175 млн. руб., но она на 21 261 861 млн. руб. меньше, чем выручка 2015 года.

Произошло увеличение прибыли от продаж в 2017 году на 42 837 480 млн. руб., таким образом, можно заметить, что за весь анализируемый период имело место очень сильное повышение финансового результата продаж.

Отрицательным моментом отмечено изменение в структуре прочих доходов и расходов в анализируемом периоде.

Чистая прибыль предприятия в 2017 году по отношению к 2016 году уменьшилась на 75%. Чистая прибыль предприятия снизилась в основном за счет увеличения прочих расходов и расходов по обычным видам деятельности.

Ниже на рисунке наглядно представлено изменение выручки и прибыли ПАО «Газпром» в течение всего анализируемого периода.

⁴⁴ Составлено автором на основе данных ПАО «Газпром»

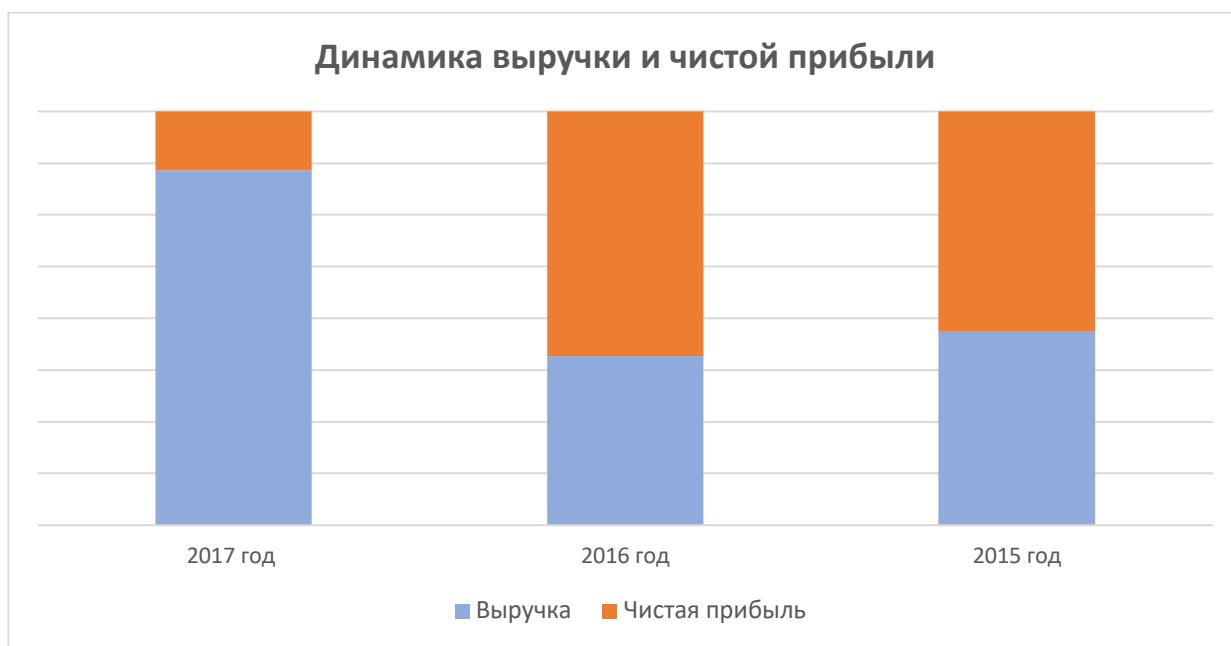


Рисунок 16 – Динамика выручки и чистой прибыли ПАО «Газпром»⁴⁵

Таким образом, можно сделать вывод, что деятельность ПАО «Газпром» за анализируемый период нельзя в полной мере считать эффективной, так как она характеризуется снижением прибыли.

Общей оценкой эффективности работы компании в рыночных условиях хозяйствования служат показатели рентабельности.

Таблица 15 – Динамика показателей рентабельности ПАО «Газпром»⁴⁶

| Показатели | Значения показателя | | |
|--|---------------------|----------|----------|
| | 2017 год | 2016 год | 2015 год |
| Рентабельность продаж (величина прибыли от продаж в каждом рубле выручки) <i>Нормальное значение для данной отрасли: 4% и более</i> | 8,7 | 8,5 | 18,7 |
| Рентабельность продаж по ЕВІТ (величина прибыли от продаж до уплаты процентов и налогов в каждом рубле выручки) | 6,9 | 19,1 | 12,7 |
| Рентабельность продаж по чистой прибыли (величина чистой прибыли в каждом рубле выручки) <i>Нормальное значение: не менее 2%</i> | 2,3 | 10,5 | 9,3 |
| Рентабельность собственного капитала (ROE) <i>Нормальное значение для данной отрасли: не менее 10%</i> | 1 | 4 | 4 |
| Рентабельность активов (ROA) <i>Нормальное значение: 3% и более</i> | 1,4 | 4,7 | 3,4 |
| Прибыль на задействованный капитал (ROCE) | 2,4 | 6,1 | 4,8 |

⁴⁵ Составлено автором

⁴⁶ Составлено и рассчитано автором на основе данных ПАО «Газпром»

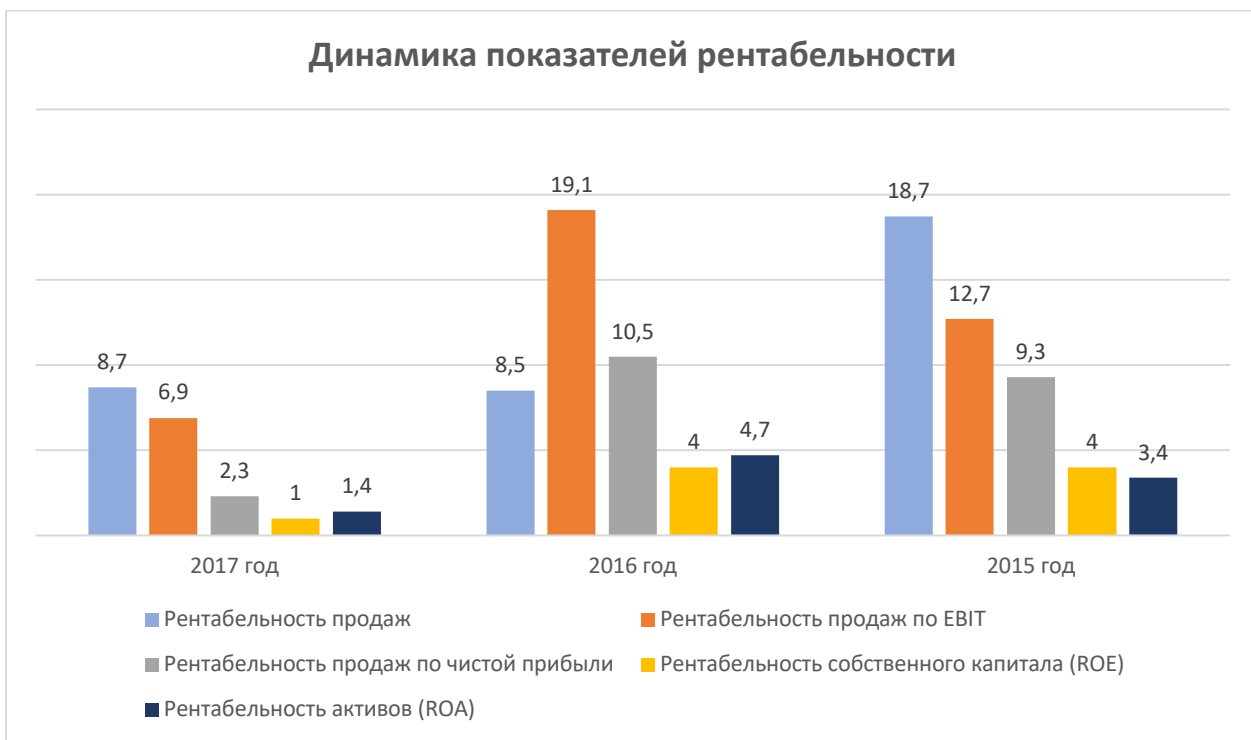


Рисунок 17 – Динамика показателей рентабельности ПАО «Газпром»⁴⁷

Представленные в таблице 15 показатели рентабельности за 2017 год имеют положительные значения как следствие прибыльной деятельности ПАО «Газпром».

Рентабельность продаж показывает, сколько прибыли приходится на единицу реализованной продукции. На данный показатель оказывают влияние выручка и прибыль от продаж. В отчетном периоде выручка ПАО «Газпром» увеличилась, как и прибыль от продаж. Таким образом, в компании отсутствуют явные проблемы со сбытом. Помимо этого, можно предположить работу над улучшением менеджмента качества, так как показатель рентабельности продаж слегка улучшен в сравнении с 2016 годом.

Рентабельность, рассчитанная как отношение прибыли до налогообложения и процентных расходов (EBIT) к выручке организации, за последний год составила 6,9%. Это значит, что в каждом рубле выручки организации содержалось 6,9 коп. прибыли до налогообложения и процентов к уплате.

⁴⁷ Составлено автором на основе данных ПАО «Газпром»

Рентабельность собственного капитала показывает эффективность использования капитала, то есть того, что собственники внесли в предприятие. Показатели чистой прибыли и собственного капитала в отчетном периоде привели к снижению рентабельности предприятия, поэтому вложения собственников оправданы не в полной мере.

Также наблюдается снижение рентабельности активов, что свидетельствует о снижении оборачиваемости активов и, соответственно и падении прибыли предприятия, о котором уже было упомянуто.

Финансовое положение компании и ее эффективность находится в непосредственной зависимости от того, насколько быстро средства, вложенные в активы, превращаются в реальные деньги. Ускорение оборачиваемости оборотных средств позволяет либо при том же объеме производства высвободить из оборота часть оборотных средств, либо при том же размере оборотных средств увеличить объем производства.

Для оценки эффективности использования оборотных средств применяются показатели оборачиваемости активов, которые характеризует эффективность оборачиваемости активов в целом, оборотных активов, в том числе запасов и дебиторской задолженности (таблица 16).

Таблица 16 – Динамика показателей оборачиваемости ПАО «Газпром»⁴⁸

| Показатели | Значение в днях | | | Коэф. 2017 г. | Коэф. 2016 г. | Коэф. 2015 г. |
|--|-----------------|-------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | 2017 год | 2016 год | 2015 год | | | |
| Оборачиваемость оборотных средств <i>Нормальное значение: 156 и менее дн.</i> | 261 | 304 | 304 | 1,4 | 1,2 | 1,2 |
| Оборачиваемость запасов <i>Нормальное значение: 19 и менее дн.</i> | 48 | 54 | 49 | 7,5 | 6,7 | 7,4 |
| Оборачиваемость дебиторской задолженности <i>Нормальное значение: не более 80 дн.</i> | 146 | 203 | 192 | 2,5 | 1,8 | 1,9 |
| Оборачиваемость кредиторской зад-ти | 73 | 66 | 55 | 5 | 5,5 | 6,6 |
| Оборачиваемость активов <i>Нормальное значение: не более 181 дн.</i> | 1216 | 1216 | 1216 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Оборачиваемость собственного капитала | 912 | 912 | 730 | 0,4 | 0,4 | 0,5 |

⁴⁸ Составлено и рассчитано автором на основе данных ПАО «Газпром»

Данные об оборачиваемости активов в среднем за три года свидетельствуют о том, что компания получает выручку, равную сумме всех имеющихся активов за 1216 календарный день. Чтобы получить выручку равную среднегодовому остатку материально-производственных запасов в среднем требуется 50 дней.

По результатам проведенного анализа выделены и сгруппированы по качественному признаку основные показатели финансового положения и результатов деятельности ПАО «Газпром» за три последних года.

Среди показателей, имеющих исключительно хорошие значения, можно выделить следующие:

- чистые активы превышают уставный капитал, к тому же они увеличились за анализируемый период;
- показатели ликвидности, которые полностью соответствует нормальному значению;
- за анализируемый период получена прибыль от продаж (375 511 399 млн. руб.), причем наблюдалась положительная динамика по сравнению с предшествующим годом (42 837 480 млн. руб.).

С хорошей стороны финансовое положение и результаты деятельности компании характеризуют такие показатели:

- доля собственного капитала неоправданно высока (72%);
- положительная динамика рентабельности продаж (+0,2 процентных пункта от рентабельности 8,5% за 2016 год);
- изменение собственного капитала практически равно общему изменению активов;
- нормальная финансовая устойчивость по величине собственных оборотных средств;
- чистая прибыль за последний год составила 100 297 977 млн. руб.

Среди показателей, неудовлетворительно характеризующих финансовое положение и результаты деятельности организации, можно выделить следующие:

- низкая рентабельность активов (1,4% за 2017 год);
- значительная отрицательная динамика прибыли до процентов к уплате и налогообложения (ЕВІТ) на рубль выручки организации.

Таким образом, в 2017 году можно четко проследить, увеличение внеоборотных и оборотных активов, путем реинвестиции прибыли, что позволяет говорить о реальной капитализации ПАО «Газпром», сопровождающейся увеличением реальной стоимости имущества компании.

Проведенный анализ финансового состояния компании и детальное рассмотрение его структуры, демонстрирует снижение эффективности деятельности, в первую очередь в ряду политической ситуации на мировой арене. Следовательно, необходимо предпринять меры по повышению качества корпоративного управления, обеспечения пристального внимания со стороны топ-менеджмента не только финансовой устойчивости корпорации, но и эффективности производства, экономическому росту и ресурсному обеспечению, что в свою очередь скажется и на уровне капитализации компании.

Сгруппируем данные в таблицу, полученные в ходе финансового анализа компании, по трем блокам: финансовое состояние, эффективность ресурсного потенциала, интересы субъектов компании, так как, именно, они помогут вычислить показатель качества корпоративного управления ПАО «Газпром».

Таблица 17 – Расчетные значения по блокам корпоративного управления ПАО «Газпром»⁴⁹

| Показатель | 2017 год | 2016 год | 2015 год |
|---|-------------|-------------|-------------|
| <i>Блок «Финансовое состояние»</i> | | | |
| Коэффициент оборачиваемости оборотных средств | 1,4 | 1,2 | 1,2 |
| Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности | 2,5 | 1,8 | 1,9 |
| Коэффициент оборачиваемости активов | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| <i>Блок «Эффективность ресурсного потенциала»</i> | | | |
| Производительность труда, тыс. руб./чел. | 9180 | 8417 | 17449 |

⁴⁹ Составлено и рассчитано автором на основе данных ПАО «Газпром»

| | | | |
|---|-------|--------|--------|
| Рентабельность живого труда, тыс. руб./чел. | 2111 | 883 | 4989 |
| Материалоотдача руб./руб. | 2,3 | 2,2 | 2,9 |
| Фондоотдача | 0,2 | 0,2 | 0,6 |
| Рентабельность производственных фондов, % | 19,2 | 19,1 | 11,1 |
| Рентабельность инвестиций, % | 1,6 | 5,3 | 9,7 |
| <i>Блок «Интересы субъектов компании»</i> | | | |
| ROE | 1 | 4 | 4 |
| Рыночный курс акций, руб. | 130,5 | 154,55 | 136,09 |
| Дивиденды на одну акцию, руб. | 8 | 8 | 7,9 |
| Среднемесячная з/п топ-менеджера, тыс. руб./чел. | 4062 | 5297 | 4500 |
| Средняя з/п наемных работников, тыс. руб. | 103,1 | 93 | 94,6 |
| Среднемесячная стоимость социального пакета на одного работника, руб. | 7935 | 6854 | 2734 |

При помощи метода регрессии в таблице 18 представлены расчеты обобщающего коэффициента качества корпоративного управления на основе формулы определения показателя качества и данных финансово-хозяйственной деятельности компании за 2015-2017 года, проведенные Гукасян З.О.

Таблица 18 – Обобщенный показатель качества корпоративного управления ПАО «Газпром»⁵⁰

| Компания | 2017 год | 2016 год | 2015 год |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| ПАО «Газпром» | 4738,22 | 4327,37 | 3909,8 |

Данные, полученных по результатам расчетов показателей качества корпоративного управления, свидетельствуют о достаточно высоком уровне качества корпоративного управления в ПАО «Газпром», при этом данные показатели растут на исследуемом временном промежутке. В связи. С чем можно предположить, что ПАО «Газпром» реализовала множество мероприятий для достижения целевых ориентиров по повышению качества корпоративного управления.

Анализ и применение данного показателя позволяет устанавливать на этапах жизненного цикла компании влияющее воздействие частных показателей, на основе чего разрабатывать и принимать адекватные управленческие

⁵⁰ Гукасян З.О. Методика расчета интегрального показателя качества корпоративного управления / З.О. Гукасян // Экономика: вчера, сегодня, завтра. - 2016. - № 7. – С. 112

решения по выбору наиболее перспективных направлений и возможностей повышения качественных характеристик корпоративного управления, что непосредственно сказывается на рыночной стоимости корпорации.

Рыночная капитализация отражает общую стоимость акций в обращении, находящихся во владении инвесторов и собственников компании. Индикатор применяется для поверхностной оценки стоимости компании и анализа её динамики на определенном отрезке времени.

Таблица 19 – Определение стоимости ПАО «Газпром» методом рыночной капитализации акций⁵¹

| Показатели | Значения показателя | | |
|--|---------------------|-------------|-------------|
| | 2017 год | 2016 год | 2015 год |
| Курс обыкновенных акций, руб. | 130,5 | 154,55 | 136,09 |
| Количество обыкновенных акций в обращении, шт. | 23673512900 | 23673512900 | 23673512900 |
| Капитализация, млн. руб. | 3089390 | 3658740 | 3221728 |
| Изменения | -16% | 14% | 2% |

Взаимосвязь показателя корпоративного управления и рыночной капитализации будет представлена в виде графика, построенного на основе данных таблицы 18 и 19.

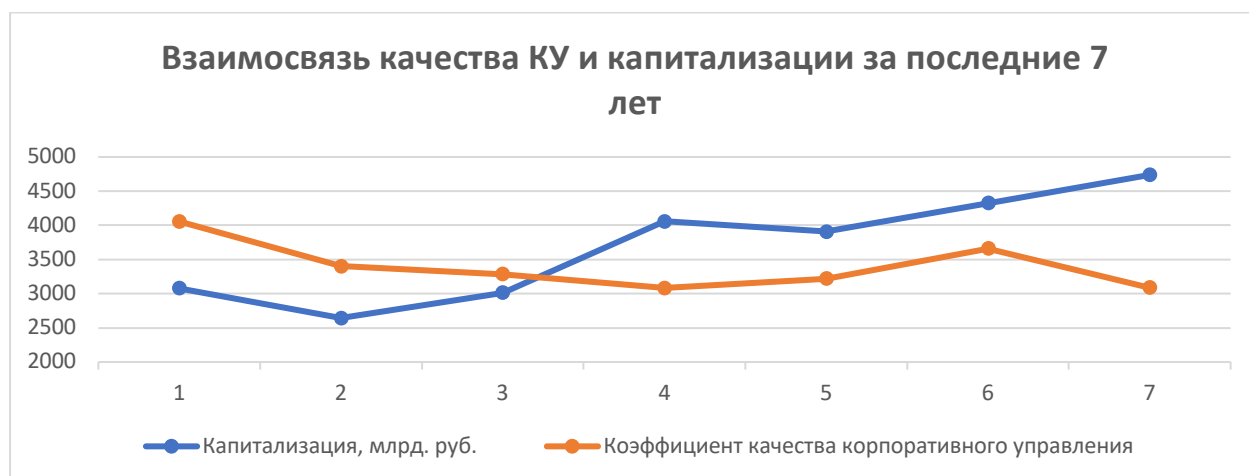


Рисунок 19 – Показатели качества корпоративного управления и рыночной капитализации ПАО «Газпром»⁵²

⁵¹ Составлено и рассчитано автором на основе данных Московской Биржи

⁵² Составлено автором

Рыночная капитализация компании характеризуется большей хаотичностью в сравнении с показателями коэффициента качества корпоративного управления. Отмеченные явления подтверждают классические сценарии развития фондового рынка.

Подобная графическая модель позволяет не только наглядно оценить качество управления компании и эффективность разработанных мероприятий в рамках программ по улучшению капитализации компании, но и спрогнозировать величину коэффициента качества корпоративного управления и рыночной капитализации.

Оценивать капитализацию компании можно, используя множество подходов и методов, каждый из которых приводит к различным результатам. Именно поэтому, оценочная деятельность считается довольно сложным процессом, требующим учета множества факторов.

В ходе исследования было установлено наличие двух механизмов оценки капитализации компании, так как биржевой уже был рассмотрена в таблице 19, то далее будут представлены результаты оценочного подхода капитализации на основе применения трех подходов: доходного, затратного и сравнительного.

Для начала произведем оценку стоимости компании методом капитализации доходов (таблица 20).

Таблица 20 – Расчет капитализации ПАО «Газпром» методом капитализации доходов в млн. руб.⁵³

| Наименование показателя | 2017 год | 2016 год | 2015 год |
|--|----------|----------|----------|
| Чистая прибыль (ЧП) | 100298 | 411425 | 403523 |
| Амортизация | 709683 | 628985 | 515200 |
| Прибыль до вычета процентов налогов и амортизации (EBITDA) | 1085194 | 964101 | 1327140 |
| Коэффициент капитализации | 0,35 | 0,33 | 0,44 |
| Капитализация по EBITDA | 3100554 | 2921518 | 3016227 |
| Капитализация по ЧП и Амортизации | 2314231 | 3152757 | 2088006 |

⁵³ Составлено и рассчитано автором на основе данных ПАО «Газпром»

Теперь обратимся к затратному подходу и методу чистых активов, величина полученной капитализации, тогда будет выступать «гипотетической» ценой продажи компании на рынке.

Далее будут представлены результаты оценки капитализации на основе применения трех подходов: доходного, затратного и сравнительного.

Таблица 21 – Расчет капитализации ПАО «Газпром» методом чистых активов в млн. руб.⁵⁴

| Наименование показателя | 2017 год | | 2016 год | | 2015 год | |
|--------------------------------------|----------------------|--------------------|----------------------|--------------------|----------------------|--------------------|
| | Балансовая стоимость | Рыночная стоимость | Балансовая стоимость | Рыночная стоимость | Балансовая стоимость | Рыночная стоимость |
| Внеоборотные активы | | | | | | |
| Нематериальные активы | 20095 | 14066 | 14943 | 10460 | 11776 | 8243 |
| Результаты исследований и разработок | 1906 | 1906 | 2592 | 2592 | 3485 | 3485 |
| Поисковые активы | 171150 | 171150 | 169438 | 169438 | 153090 | 153090 |
| Основные средства | 7824129 | 9075989 | 7882970 | 9144245 | 6854031 | 7950676 |
| Финансовые вложения | 2883050 | 2883050 | 2627861 | 2627861 | 2190246 | 2190246 |
| Отложенные налоговые активы | 153066 | - | 76713 | - | 66975 | - |
| Прочие внеоборотные активы | 31736 | 15868 | 28019 | 14009 | 11701 | 5850 |
| Итого | 11085135 | 12162029 | 10802580 | 11968606 | 9291306 | 10311591 |
| Оборотные активы | | | | | | |
| Запасы | 572457 | 492313 | 488887 | 420442 | 539864 | 464283 |
| Налог на добавленную стоимость | 48044 | 48044 | 70158 | 70158 | 67036 | 67036 |
| Финансовые вложения | 500869 | 500869 | 275335 | 275335 | 58053 | 58053 |
| Дебиторская задолженность | 1744988 | 1570489 | 1760887 | 1584798 | 2515375 | 2263837 |
| Денежные средства и эквиваленты | 461670 | 461670 | 451992 | 451992 | 506973 | 506973 |
| Прочие оборотные активы | 2004 | 1002 | 3103 | 1551 | 2637 | 1318 |
| Итого | 3300033 | 3074387 | 3050365 | 2804277 | 3689941 | 3361500 |
| Обязательства | 4060960 | | 3438945 | | 3658908 | |
| Чистые активы | 10324208 | 11175456 | 10414000 | 11333938 | 9322339 | 10014183 |

⁵⁴ Составлено и рассчитано автором на основе данных ПАО «Газпром» и корректировок сайта Сопоту

Таким образом, корректировкам не подверглись ликвидные активы, что касается отложенного налога на прибыль то, так как он должен привести к уменьшению налога на прибыль в последующих отчетных периодах, его принято исключать из расчета. В свою очередь, стоимость основных средств отражает стоимость замещения этого актива новым в текущих рыночных условиях, поэтому необходимо учитывать прирост цен строительного сектора за последнее время.

Сравнительный подход к оценке капитализации компании представлен в таблице ниже.

Таблица 22 – Расчет капитализации ПАО «Газпром» методом капитализации акций в млн. руб.⁵⁵

| Показатели | Значения показателя | | |
|---|---------------------|-------------|-------------|
| | 2017 год | 2016 год | 2015 год |
| Курс обыкновенных акций, руб. | 130,5 | 154,55 | 136,09 |
| Количество обыкновенных акций в обращении, шт. | 23673512900 | 23673512900 | 23673512900 |
| Капитализация, млн. руб. | 3089390 | 3658740 | 3221728 |
| Капитализация акций + 34% премия за контроль, млн. руб. | 4139782 | 4902712 | 4317116 |

На основе данных, полученных благодаря применению оценочного механизма, можно построить график динамики изменения величины капитализации за последние три года компании ПАО «Газпром».

ПАО «Газпром» относится к «первоклассным» компаниям с высокой рыночной капитализацией (свыше 10 млрд. дол.). В целом, оценка рыночной стоимости нефтегазовых компаний представляет собой многофакторную модель, поэтому капитализация ПАО «Газпром» за последний год незначительно упала, что связано с кризисом на фондовом рынке и колебанием курса валют.

Положительная динамика капитализации ПАО «Газпром», одновременно полученная в результате использования каждого подхода, однозначно

⁵⁵ Составлено и рассчитано автором на основе данных ПАО «Газпром»

говорит о благополучном стечении неуправляемых (внешних) и эффективном использовании управляемых (внутренних) факторов.

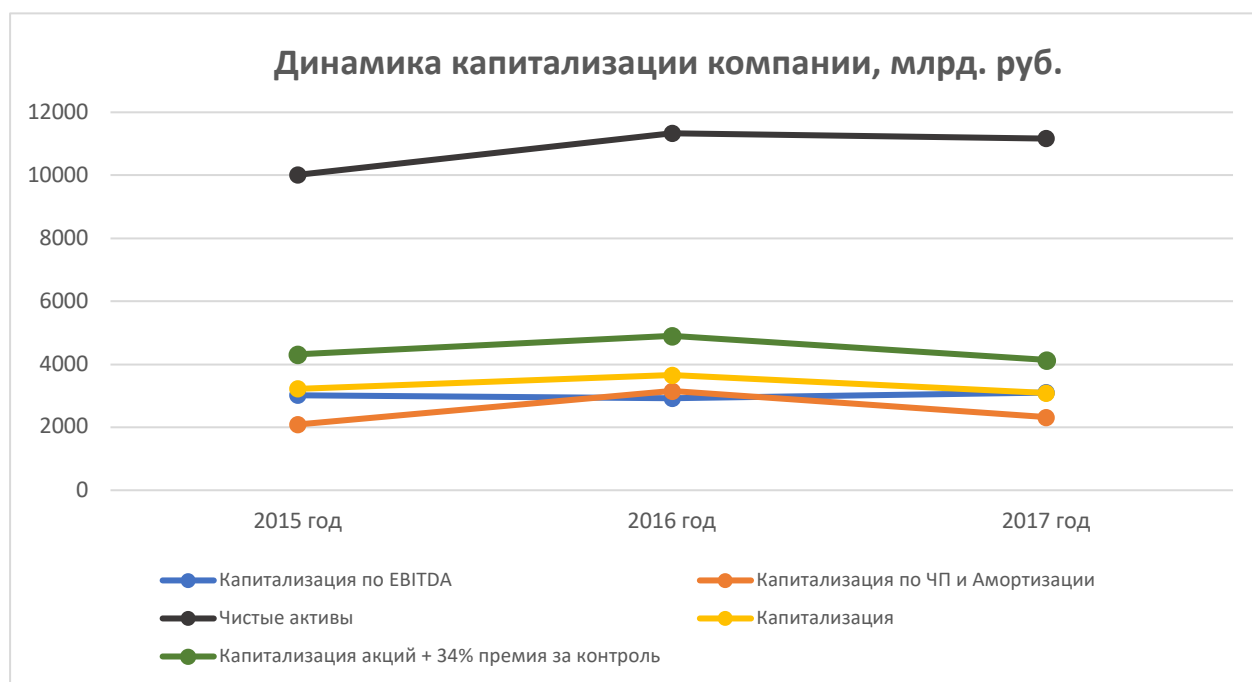


Рисунок 19 – Динамика капитализации ПАО «Газпром»⁵⁶

На рисунке 19 видно, что разница между капитализацией акций и стоимостью чистых активов оказалась отрицательной, помимо этого и рентабельность собственного капитала (ROE) существенно не соответствует нормативу по отрасли, в связи с этим, можно говорить об однозначной недооценке стоимости акций компании и наличием потенциала для роста их стоимости в будущем.

Таким образом, на основе проведенного анализа осталось лишь объединить полученные результаты при помощи формулы (1) и вывести обобщенную величину капитализации.

⁵⁶ Составлено автором

Таблица 22 – Обобщенная величина капитализации ПАО «Газпром» в млн. руб.⁵⁷

| | 2017 год | 2016 год | 2015 год |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|
| Капитализация компании | 5792188 | 5725658 | 5348879 |
| Рыночная капитализация компании | 3089390 | 3658740 | 3221728 |

Однако дать однозначную и точную оценку стоимости компании не предоставляется возможным.

Подводя итоги, можно сказать, что деятельность ПАО «Газпром» за анализируемый период характеризуется с положительной стороны и является эффективной. Доли оборотных средств достаточно для покрытия краткосрочных обязательств, величина коэффициента быстрой и абсолютной ликвидности находится на допустимом уровне. Помимо этого, у компании наблюдается достаточное количество собственных средств, что хорошо выражено в оптимальном значении коэффициента капитализации и коэффициента финансовой устойчивости. Таким образом, все это позволяет говорить о довольно высоком уровне реальной капитализации.

Также в процессе анализа было выявлено, что для правильной и полной оценки капитализации необходимо использовать различные подходы и механизмы. В данной работе для определения величины капитализации были использованы два основных механизма: оценочный и биржевой.

Рыночная оценка капитализации позволила проанализировать структуру акционерного капитала компании и ожидания инвесторов. Благодаря этому, было выявлено, что в анализируемом периоде акции ПАО «Газпром» фундаментально недооценены фондовым рынком, несмотря на рост операционных и финансовых показателей, укрепления финансового положения и конкурентных позиций на ключевых рынках.

Вместе с тем, динамика капитализации ПАО «Газпром» находится под давлением целого ряда внешних, а также субъективных факторов. Внимание участников рынка сейчас сфокусировано на краткосрочных факторах,

⁵⁷ Составлено и рассчитано автором на основе данных ПАО «Газпром»

а долгосрочное стратегическое развитие бизнеса и перспективы роста учитываются в недостаточной степени.

3.2 Управление капитализацией компании

Проведенная оценка капитализации на примере ПАО «Газпром» позволила наглядно продемонстрировать всю важность показателя капитализации как одного из основных факторов, влияющих на экономическое положение компании.

Во-первых, капитализация повышает рыночный рейтинг компаний и создает тем самым их кредитную привлекательность. Во-вторых, в системе государственного регулирования процессов капитализации непрерывно происходят радикальные изменения, связанные с переходом к более совершенным формам административного и рыночного регулирования национального хозяйства, что, в свою очередь, требует поиска новых стандартов и механизмов капитализации. В-третьих, капитализация тесно взаимоувязана с эффективностью производства: с одной стороны, показатели рыночной капитализации зависят от достигнутой эффективности производства, а с другой стороны, уровень рыночной капитализации является одним из факторов хозяйственной устойчивости компании, и, следовательно, и повышения ее эффективности.

Таким образом, сложившиеся в экономике объективные тенденции - потребность компаний в привлечении дополнительных ресурсов и возможности использования фондового рынка как источника роста их капитализации - обуславливают формирование особого механизма капитализации, который представляет собой процесс перераспределения капитала внутри финансовой системы. Особенность этого механизма состоит в том, что, он, с одной стороны, является формой мобилизации финансов. С другой стороны, отно-

шения, возникающие при осуществлении привлечения капитала, формируются в зависимости от инвестиционных качеств, самой корпорации.

Эффективная реализация функций капитализации не происходит автоматически, а связана с наличием развитых институциональных условий, обеспечивающих эффективное саморегулирование хозяйственных процессов рыночного типа. Основными механизмами процесса капитализации, используемыми субъектом в его воздействии на объект капитализации, выступают финансовые институты, особое место среди которых принадлежит фондовому рынку. Выполняя функцию перераспределения свободных денежных средств, опосредуя движение и оценку прав собственности, перераспределяя риски, информацию между участниками оборота ценных бумаг, фондовый рынок формирует реальную рыночную оценку компаний, создавая тем самым условия для капитализации рыночной стоимости, которая благодаря фондовому рынку проявляется как современная самовозрастающая стоимость.

Фондовый рынок как один из важнейших сегментов рыночной экономической системы рынок обеспечивает движение, перераспределение, аккумуляцию временно свободных средств. В этой сфере происходит непосредственное взаимодействие таких функциональных экономических процессов как инвестирование, потребление и накопление в ходе реализации и оборота финансовых активов, материализованных в форме конкретных финансовых инструментов.

Однако политические факторы и недостаточная развитость российского рынка ценных бумаг сдерживает рост капитализации компаний за счет такого источника инвестиций как дополнительный выпуск акций. Связано это со следующими причинами:

- деятельность российских корпораций недостаточно прозрачна, так как отсутствуют законодательные требования о прозрачности финансовой отчетности корпораций и информации об аффилированных лицах;

– в России получила распространение инсайдерская форма владения капиталом, незаинтересованная в расширении круга акционеров.

В связи с наличием указанных отрицательных факторов подавляющее большинство российских акционерных компаний не прибегает к дополнительным эмиссиям с целью неизменности сложившегося распределения акций и сохранения существующей системы управления корпорацией.

Природу несоответствия уровня развития российского фондового рынка и ограниченного количества ценных бумаг компаний, вышедших на биржу, необходимо искать в структуре взаимодействия государства и акционерных обществ. Важнейшей функцией органов государственной власти является разработка законодательных основ и организационных механизмов (институциональных условий) деятельности корпораций.

Вместе с тем, создание национальной корпоративной системы в современных условиях немыслимо без учета сложившихся мировых стандартов в этой области. Основу такой системы должны составлять институциональные условия, формируемые за счет стандартов деятельности российских корпораций, базирующихся на преимуществах этой формы организации бизнеса перед другими структурами.

Однако, становится все более очевидно, что общество нуждается в освоении эффективных механизмов реализации экономического потенциала корпораций через рынок ценных бумаг.

Экономический потенциал формируется постепенно как совокупность рыночных возможностей, конкурентных преимуществ, средств и источников развития корпорации и представляет собой системное единство шести функциональных блоков:

- производственно-техническая база предприятия;
- инвестиционные ресурсы;
- организационно-управленческая структура акционерного общества; кадровый состав;
- информационное обеспечение;

– портфель инновационных проектов.

Все блоки в этой иерархии тесно взаимоувязаны между собой и выпадение одного из звеньев приводит к потере корпорацией своей мобильности как организационно-хозяйственной системы. Так, блок «инвестиционные ресурсы» определяется позицией корпорации на рынке ценных бумаг. Для тех корпораций, акции которых не обращаются на фондовом рынке, ограничен приток инвестиционных ресурсов, в этой связи ограниченными в развитии являются блоки «информационное обеспечение» и «портфель инновационных проектов». Следовательно, отказываясь от участия в обращении собственных ценных бумаг, тем самым корпорация ограничивает возможности своего развития.

В последнее время проблематика корпоративного управления привлекает пристальное внимание прессы и деловой общественности. Вместе с тем в России развитие системы корпоративного управления рассматривается как один из инструментов повышения инвестиционной привлекательности и капитализации компаний. Для большинства инвесторов, и особенно иностранных, проблемы корпоративного управления являются одним из главных факторов, препятствующих принятию решений о масштабных капиталовложениях в российскую экономику. Это в значительной степени сдерживает рост капитализации российских компаний.

В свою очередь, что касается управления капитализацией внутри самой компании, то в данном случае стратегия развития, невозможна без построения логической цепочки управления с учетом выявленных факторов.

Данный алгоритм включает в себя пять этапов, начиная от анализа влияния внешних и внутренних факторов, и, заканчивая оценкой результатов внедрения стоимостной модели управления. Особую роль в формировании стратегии управления, мог бы выполнять специально создаваемый корпоративный центр, способный анализировать информацию и взаимодействовать с другими центрами (инновационным, центром корпоративного управления, центром анализа финансово-производственной деятельности). В задачи кор-

поративного центра входит анализ и выявление факторов, и установка целевых нормативов по показателям.

Таким образом, результаты исследования позволяют сформировать научно-обоснованную комплексную программу повышения эффективности управления компании, нацеленную на повышение капитализации (таблица 24).

Комплексность программы заключается в том, что направления повышения эффективности управления в нефтегазовых компаниях должны применяться одновременно. Не смотря на то, что главной целью компании является увеличение благосостояния ее собственников, это не отменяет других целей организации, таких как защита окружающей среды, обеспечение безопасности труда, участие в социальных проектах и т.д. Данные факторы тоже оцениваются инвесторами вместе с другими факторами, хотя и относятся к вспомогательным.

Таблица 24 – Пути повышения эффективности управления капитализацией нефтегазовой компании⁵⁸

| До внедрения программы | После внедрения программы |
|---|---|
| <i>Управление финансового-производственными показателями</i> | |
| 1. Менеджеры были заинтересованы в наращивании сырьевой базы, увеличении добычи углеводородов, увеличении перерабатывающих мощностей, росте выручки и прибыли. 2. Менеджеры были заинтересованы в росте масштаба компании, который достигался за счет новых приобретений. Компании переплачивали за новые активы, данные инвестиции зачастую не способствовали росту капитализации, но приводили к росту финансовых и производственных показателей. | 1. Менеджеры заинтересованы в повышении относительных показателей деятельности компании. 2. Менеджеры работают над ростом тех показателей, которые вносят наибольший вклад в рост капитализации. Менеджеры принимают решения, способствующие росту капитализации компании, выбор проектов осуществляется исключительно из расчета синергетического эффекта данных приобретений. |
| <i>Управление инновационной деятельностью</i> | |
| 1. В состав компании входят дивизионы по организации НИОКР. Основной акцент делается на рост количества патентов, рост персонала, занимающегося НИОКР, рост финансирования НИОКР. 2. Отсутствует полноценная программа внедрения разрабо- | 1. В состав компаний входят дивизионы по управлению инновационной деятельностью. Основное внимание уделяется отбору тех проектов, которые действительно применимы на практике и в будущем будут способствовать росту капитализации компании. 2. |

⁵⁸ Составлено автором

| | |
|---|---|
| ток, отсутствуют расчеты эффекта от их внедрения. 3. Большинство разработок не получают реализации в практической деятельности компании, теряются или уходят за рубеж | Большое внимание уделяется работе с инвестиционным сообществом, с доведением до них необходимости данных вложений и расчетов их эффективности. |
| <i>Совершенствование корпоративного управления</i> | |
| 1.Повышение уровня корпоративного управления являются одной из стратегических целей компаний. 2. В состав компаний входят дивизионы по работе с инвесторами, которые в первую очередь отвечают за прозрачность компании. Основным критерием высокого корпоративного управления является прозрачность. 3. Принимаемые решения способствуют интересам высшего менеджмента и главного акционера компании | 1.Уровень корпоративного управления лежит в основе программы повышения эффективности управления компаний, направленной на рост капитализации компании. 2. Менеджеры компаний проводят регулярные встречи с инвестиционным сообществом, целью которых является демонстрация того, что все корпоративные действия способствуют росту эффективности управления и в конечном итоге выражаются в росте благосостояния миноритарных акционеров. |

Перейдем непосредственно к управлению капитализацией ПАО «Газпром». Для того чтобы продемонстрировать хорошие результаты, компании нужно лишь несколько компонент. Во-первых, взвешенная инвестиционная политика, ориентированная, в большей степени, на экономику и создание акционерной стоимости. Во-вторых, разумная и четко определенная дивидендная политика, оставляющая как можно меньше недомолвок и возможностей для маневра со стороны менеджмента. В-третьих, улучшение корпоративного управления, в особенности в том, что касается диалога с инвестиционным сообществом.

В настоящий момент довольно сложно говорить об грамотном управлении, так как акции «Газпрома» сильно недооценены рынком, и в случае отмеченных позитивных изменений, ситуация вполне может измениться.

По мнению аналитиков, недооценка российского рынка носит хронический характер и вряд ли ситуацию удастся сильно изменить в ближайшее время. Причин тому несколько: это и плохие условия работы для иностранных инвесторов, слаборазвитый финансовый рынок, относительно низкая эффективность операционной деятельности самих компаний, а также нестабильность курса национальной валюты. Также немаловажную роль играет и

политический фактор. Помимо этого, значимая роль отводится дивидендной политике компании, ведь дивиденды компании весьма сложно предсказать.

Поэтому в нынешних условиях, возможно, ПАО «Газпром» остается для повышения капитализации сконцентрироваться на улучшении операционную и инвестиционную эффективности, путем:

- переоценки основных средств и нематериальных активов в сторону увеличения их стоимости с последующим увеличением уставного капитала, а также оптимизация процесса начисления амортизации;
- получении безвозмездной помощи (дополнительные безвозмездные вложения в компанию, в том числе от акционеров);
- повышения показателей рентабельности.

Также появилась информация что 2019 году Совет директоров ПАО «Газпром» обсудить перспективы программы «buy back» (обратный выкуп) своих акций. Выкуп акций является одним из способов распределения доходов компании среди ее акционеров, с этой точки зрения его можно сравнить со специальными дивидендами с поправкой на налоговую специфику, то есть происходит сокращение числа акций компании в обращении, в результате чего стоимость одной акции повышается.

Обратный выкуп акций – это хороший инструмент для поднятия рыночной капитализации компании, даже небольшого объема, если он выкупается с некоторой премией к рынку, достаточно, чтобы котировки акций начали расти.

Выкупленные акции можно использовать для опционных программ руководства компании, кроме того, их можно обменивать на другие активы.

4 Социальная ответственность

На сегодняшний день вопрос о корпоративной социальной ответственности крупного бизнеса стоит очень остро в связи с обострением не только экологической обстановки в стране, но и с другими важными вопросами такими как: трудоустройства граждан, культурного развития общества, спорта и здорового образа жизни, подготовки кадрового потенциала страны и т.д. Эти вопросы на современном этапе жизни общества не могут решаться только за счет государства, поэтому крупный бизнес поставлен не только в жесткие условия конкуренции, но и должен нести ответственность за свою деятельность и решать поставленные перед ним социально-экономические задачи.

Таким образом, финансирование компаниями программ, проектов и различных мероприятий, которые не приносят им доход и не связанных со сферой их деятельности, а имеют целью улучшение жизни людей и будет являться корпоративной социальной ответственностью (КСО) компании.

Программа КСО в большинстве случаев предполагает инвестирование средств в развитие инфраструктуры (учреждения здравоохранения, учреждения народного образования, фонды социальной защиты населения и пр.), а также проведение культурных мероприятий, направленных на поддержку малоимущих и других групп населения, нуждающихся в помощи (например, ветеранов). В более широком смысле КСО также может включать финансирование спортивных состязаний (в том числе по профессиональному спорту), а также конкурсов в сфере музыки, искусства и т. д. Однако последняя группа инвестиций нацелена не на развитие местных сообществ, а на улучшение имиджа компании на более высоком, национальном или международном уровне.

В практике российского бизнеса КСО регламентируется следующими положениями и рекомендациями:

1. ГОСТ Р ИСО 26000-2010 «Руководство по социальной ответственности». Настоящий стандарт идентичен международному стандарту ISO 26000-2010 «Guidance on social responsibility».

2. Серией международных стандартов систем экологического менеджмента ISO 14000. Центральный документ стандарта - ISO 14001 «Спецификации и руководство по использованию систем экологического менеджмента». Здесь установлены требования к системе экологического менеджмента любого предприятия. В стандарте приведены основные термины и определения, а также изложены рекомендации в области экологической политики, планирования, целей и задач, программы системы экологического менеджмента.



Рисунок 21 – Основные виды КСО на предприятии⁵⁹

⁵⁹ Составлено автором

3. GRI (Global Reporting Initiative) – всемирная инициатива добровольной отчетности. Отчет по устойчивому развитию – это отчет, раскрывающий информацию о деятельности организации в экономической, экологической, социальной области, а также в области управления.

4. SA 8000 – устанавливает нормы ответственности работодателя в области условий труда.

В России компании затрачивают 1-4% годовой чистой прибыли на инвестиции, что соответствует уровню крупнейших нефтегазовых компаний зарубежных стран.

ПАО «Газпром» является социально ответственным предприятием. Особое внимание ПАО «Газпром» уделяет экологической безопасности, социальной и экономической поддержке регионов деятельности, обеспечивает гарантированный социальный пакет для своих работников, членов их семей и пенсионеров, ведет активную работу по созданию достойных условий труда.

Одна из главных задач при оценке эффективности существующих программ КСО – это оценка соответствия программ основным стейкхолдерам компании.

Стейкхолдеры – заинтересованные стороны, на которые деятельность организации оказывает как прямое, так и косвенное влияние. Например, к прямым стейкхолдерам относят потребителей или сотрудников компании, а к косвенным: местное население, экологические организации и т.д. Важным представляется то, что в долгосрочной перспективе для организации важны как прямые, так и косвенные стейкхолдеры.

Структура стейкхолдеров представлена на рисунке 21.

В свою очередь, влияние прямых стейкхолдеров значительнее косвенных.

ПАО «Газпром» является одним из наиболее привлекательных работодателей России. Своим работникам компания предоставляет широкие возможности для профессионального развития и обеспечивает высокий уровень социальной защиты.

Репутация компании сильно зависит от качества работы сотрудников. Являясь социально ориентированным предприятием ПАО «Газпром» традиционно придает большое значение созданию безопасных условий труда для сотрудников, разрабатывая и реализуя комплексы программ по улучшению условий и охраны труда, улучшению санитарных и бытовых условий на производстве.

В компании существует множество социальных льгот, гарантий и компенсаций. Например, работникам в связи с юбилейными датами (50,55,60 и т.д.) выплачивают премию в размере должностного оклада. При рождении (усыновлении) оказывается единовременная материальная помощь. Также устанавливается статус «молодой специалист», если работник не достиг возраста 35 лет, этот статус дает особые льготы и компенсации.

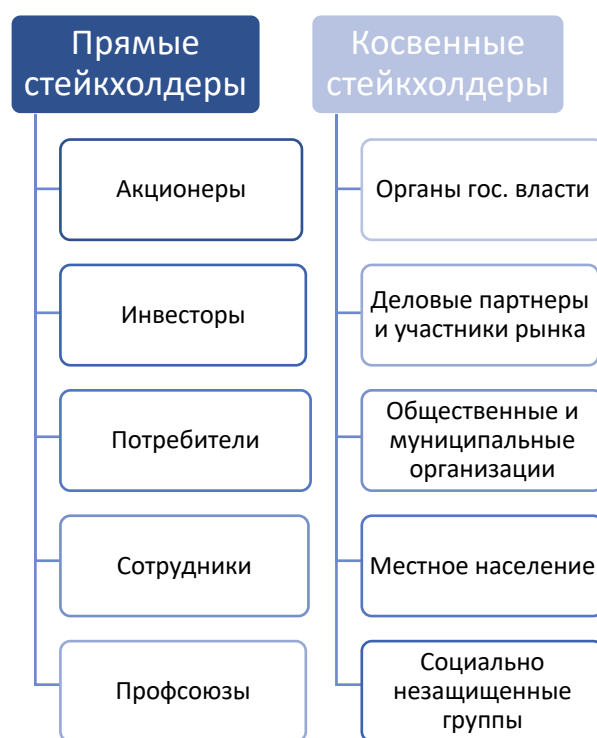


Рисунок 22 – Основные стейкхолдеры на предприятии⁶⁰

⁶⁰ Составлено автором

Далее представлены мероприятия КСО, реализуемые компанией ПАО «Газпром», также определен их тип, сроки реализации, стейкхолдеры и основные ожидаемые результаты программ (таблица 24).

Таблица 24 – Структура программы КСО на предприятии⁶¹

| Наименование | Элемент | Стейкхолдеры | Сроки реализации | Ожидаемый результат |
|--|-----------------------------------|---|------------------|--|
| Благотворительная программа | Благотворительные пожертвования | Общественные и муниципальные организации; социально незащищенные группы | Ежегодно | Помощь и поддержка ветеранов, детей-сирот, пенсионеров, многодетных семей и т.д. |
| Социальная политика в отношении работников | Социально-ответственное поведение | Сотрудники предприятия; научно-исследовательские учреждения | Ежегодно | Оздоровление работников и членов их семей, повышение условий труда, мониторинг состояния здоровья, поддержка спорта, страхование, содействие развитию регионов |
| Безопасность производства | Социально-ответственное поведение | Сотрудники предприятия; органы власти по охране труда | Ежегодно | Обеспечение безопасной рабочей среды, сведение к минимуму рисков аварийных ситуаций и т.д. |
| Кадровая программа | Социально-ответственное поведение | Сотрудники предприятия | Ежегодно | Развитие внутреннего кадрового резерва, привлечение и подготовка молодых специалистов, разработка эффективной системы мотивации труда. |

⁶¹ Составлено автором

Реализуемые мероприятия являются социально значимыми, что соответствует деятельности самой компании и ожиданиям стейкхолдеров.

ПАО «Газпром» в 2017 году выделило около 27 млрд. рублей на реализацию социальных проектов в регионах своей деятельности (таблица 24).

Таблица 25 – Затраты на мероприятия КСО ПАО «Газпром» на 2017 год⁶²

| Мероприятие | Единица измерения | Стоимость реализации на планируемый период |
|--------------------------------------|-------------------|--|
| Учреждение здравоохранения | тыс. руб. | 2454075 |
| Учреждение народного образования | тыс. руб. | 3998312 |
| Организация культуры | тыс. руб. | 4786515 |
| Организация спорта | тыс. руб. | 5516088 |
| Религиозные организации | тыс. руб. | 87013 |
| Фонды социальной защиты | тыс. руб. | 4555807 |
| Благотворительные пожертвования | тыс. руб. | 3412086 |
| Внутренние корпоративные мероприятия | тыс. руб. | 2486809 |
| Всего: | тыс. руб. | 27 296 706 |

Основная часть выделяемой суммы пойдет на сеть мультимедийных исторических парков «Россия — моя история», созданных в различных городах страны, а также на поддержку любительского спорта в Иркутске, где компания уже построила водноспортивный комплекс.

Сохранение жизни и здоровья работников – безусловный приоритет для ПАО «Газпром». В компании на высоком уровне организована работа по обеспечению безопасных условий труда на рабочих местах. Помимо этого, компания заинтересована в повышении безопасности работников и в нерабочее время, в связи с чем, разработан большой перечень услуг по всем видам страхования на льготных условиях.

В 2017 году ПАО «Газпром» в рамках года экологии провел сотни мероприятий, участниками которых стали 682 тыс. человек – работники и члены их семей, школьники, студенты и представители общественных организаций.

⁶² Составлено автором

Также регулярное заключение коллективного договора стало залогом динамичного развития кадровой политики компании. Коллективный договор обеспечивает работникам достойную и конкурентоспособную заработную плату, льготы, гарантии, материальную помощь, выплаты по случаю юбилейной даты рождения, предоставление оздоровительных путевок в санатории в пределах России, а также детских путевок и многое другое.

На протяжении многих лет ПАО «Газпром» реализует масштабные социальные проекты. Их целью в числе прочего являются развитие детского спорта, сохранение исторического наследия, возрождение духовных ценностей и расширение культурных связей.

Среди основных проектов корпоративной социальной ответственности ПАО «Газпром» выделяют:

- проект «Газпром – детям»;
- проект «Плавучая поликлиника»;
- проект «Программа помощи детям-сиротам и детям из неблагополучных семей»;
- проект «Концепция благотворительной деятельности, направленная на повышение эффективности благотворительных программ в регионах присутствия»;
- проект «Фонд взаимопомощи»;
- проект «Корпоративное волонтерство»;
- музыкально-просветительский проект «Мастера мирового исполнительского искусства»;
- детский социальный проект «Футбол для дружбы»;
- проект «Поддержка Русской православной церкви».

Особое внимание компания уделяет социальной и экономической поддержке регионов присутствия компании, ведет активную работу в области развития и благоустройства городов и поселков, повышения уровня жизни населения. Так компания, работая в тесном диалоге с администрациями регионов присутствия, финансирует строительство жилых домов, спортив-

ных объектов, оказывает безвозмездную помощь социально-незащищенным слоям населения.

Кроме этого, социальная политика ПАО «Газпром» ориентирована на поддержку государственных программ в области охраны здоровья, культуры и спорта. Компания поддерживает проведение культурных и спортивных мероприятий, оказывает помощь детским домам и образовательным учреждениям, обществам ветеранов, творческим коллективам. Заботясь о будущих поколениях, компания оказывает поддержку профессиональному и любительскому спорту в России. Строительство спортивных объектов, инвентаризация спортивных площадок, финансирование отдыха спортсменов – лишь часть проектов, реализуемых в рамках программы по поддержке и развитию отечественного спорта.

ПАО «Газпром» уделяет большое внимание пропаганде здорового образа жизни. В рамках программы «Газпром — детям» в Омской области построены 14 спортивных современных многофункциональных спортивных площадок и стадионов. Кроме того, «Газпром» продолжает сооружение двух физкультурно-оздоровительных комплексов и реализацию проекта строительства хоккейной академии «Авангард» в Омске.

Подводя итоги, можно сказать, что все программы корпоративной социальной ответственности предприятия направлены, именно, на повышения уровня жизни населения, безопасности труда и повышения качества жизни сотрудников. Таким образом, можно сделать вывод, что программы ПАО «Газпром» соответствуют целям и стратегии организации.

Программа КСО на предприятии ПАО «Газпром» отвечает интересам стейкхолдеров и направлена, как на внешних стейкхолдеров, так и на внутренних.

В части оказания помощи сотрудникам и благотворительной помощи предприятие проявляет себя как социально ответственное предприятие на рынке, что проявляется в росте репутации. Что касается помощи работникам, то так работники предприятия чувствуют себя более защищенными, пони-

мают, что предприятие заботится о них. Предприятие заботится о сохранении здоровья сотрудников, занятых на работах с вредными и опасными производственными факторами: для них выделяются путевки на санаторно-курортное лечение, приобретается специальная одежда для выполнения работ в особых температурных условиях или связанных с загрязнением. Лучший эффект от реализации данной программы – благодарность сотрудников.

Затраты такого масштаба не так велики для компании, учитывая объем ее деятельности, насколько высок эффект от реализации программ.

На основе проведенного анализа можно сделать вывод о широкой и разносторонней программе корпоративной социальной ответственности предприятия, направленной на все стороны деятельности.

Заключение

В ходе написания магистерской диссертации была рассмотрена тема: «Оценка капитализации нефтегазовой компании (на примере ПАО «Газпром»)).».

Цель исследования достигнута: предложено совершенствование методики оценки капитализации нефтяной компании на примере ПАО «Газпром».

Задачи исследования решены:

- изучены основы формирования капитализации нефтегазовой компании;
- разработана система оценки капитализации для компаний нефтегазового сектора;
- проведен анализ капитализации крупнейших нефтегазовых компаний РФ;
- рассмотрены основных проблем, возникающих при формировании капитализации в ПАО «Газпром»;
- изучено влияния корпоративного управления на величину капитализации в компании;
- проведен финансовый анализа деятельности ПАО «Газпром» с дальнейшей оценкой капитализации;
- разработаны рекомендации по управлению и улучшению капитализации компании.

В заключении можно сделать выводы о том, что в последние годы все больше российских компаний начинает в своей деятельности ориентироваться на цель максимизации капитализации для акционеров.

В результате исследования установлено, что одной из важнейших составляющих при оценке нефтегазовых компаний является анализ результатов финансовой деятельности, который представляет собой комплексную оценку нескольких групп показателей. К ним относятся абсолютные финансовые по-

казатели, коэффициенты рентабельности, оборачиваемости, финансовой устойчивости и ликвидности.

Особое значение для публичных нефтегазодобывающих компаний имеет оценка рыночных показателей, которые, выражая соотношение биржевых данных и финансовых результатов деятельности, демонстрируют отношение участников торгов к осуществляемой эмитентом деятельности.

В свою очередь, оценка капитализации компаний нефтегазовой отрасли стандартными подходами имеет ряд преимуществ и недостатков, характерных для каждого из подходов. Особый интерес представляет сравнительный подход.

Из результатов проведенного анализа следует, что рыночная капитализация наряду с операционными и финансовыми результатами деятельности в настоящее время является одним из основных показателей, используемых в оценке нефтегазодобывающих компаний, который позволяет провести сравнение не только в рамках отрасли, но и других секторов экономики. Однако определение самой рыночной капитализации компании представляет собой комплексную задачу, требующую детального анализа акционерного капитала и результатов биржевых торгов по всем типам акций.

Следует отметить, что анализ динамики изменения капитализации ведущих компаний нефтегазодобывающей отрасли показал наличие зависимости от рыночной оценки всей мировой экономики и конъюнктуры цен на ресурсы. Показатели капитализации отдельных компаний отрасли продемонстрировали связь рыночной оценки с экономической ситуацией в странах, операционными и финансовыми показателями, проведением сделок по слияниям и поглощениям, выводением из структуры различных активов, а также политической и спекулятивной составляющими. Следовательно, рыночная капитализация нефтегазодобывающих компаний представляет собой многофакторную модель.

Также была выявлена взаимосвязь между структурой акционерного капитала, корпоративного управления и величиной капитализации.

Проведенный анализ финансового состояния компании и детальное рассмотрение его структуры, демонстрирует снижение эффективности деятельности, в первую очередь в ряду политической ситуации на мировой арене.

В свою очередь, рыночная оценка капитализации позволила проанализировать структуру акционерного капитала компании и ожидания инвесторов. Благодаря этому, было выявлено, что в анализируемом периоде акции ПАО «Газпром» фундаментально недооценены фондовым рынком, несмотря на рост операционных и финансовых показателей, укрепления финансового положения и конкурентных позиций на ключевых рынках.

В целом исследование показало, что управление процессом капитализации компании возможно при использовании системного подхода к исследованию и проектированию обеспечивающего этот процесс финансового механизма. Придавая стоимости характер объективной величины и называя финансовый рынок единственным механизмом выявления объективной стоимости компании, невозможно добиться устойчивого и управляемого роста величины капитализации российских компаний.

Список использованных источников

1. Абрамов А.Е. Рыночная капитализация – понятие, показатели и сферы их применения / А.Е. Абрамов // Акционерное общество. – 2011. – №3(4) май. – С. 51-55.
2. Алексеева И.А. Понятие и виды IPO / И.А. Алексеева, А.А. Турченко // Финансовый менеджмент. – 2013. – №4. – С. 34-41.
3. Аленинская Е.И., Рябов Ю.П. Применение сравнительного подхода к оценке стоимости акций на основе фундаментального анализа: поиск наиболее привлекательных для инвестирования акций в нефтегазовом секторе России / Е.И. Аленинская, Ю.П. Рябов // Социально-экономические явления и процессы – 2016. – № 3 (051). – С 23-30.
4. Антонов М.В. Использование механизма рынка ценных бумаг для повышения рыночной стоимости российских компаний / М.В. Антонов // Финансы и кредит. – 2008. – №25. – С. 39-45.
5. Амоша А.И. Рынок ценных бумаг и фондовые индексы: зарубежный опыт / А.И. Амоша // Национальные интересы: приоритеты и безопасность – 2011. – № 10 (103). – С 73-80.
6. Волошин Д.А. Нематериальные активы в формировании капитализации компании / Д.А. Волошин // Экономический анализ. – 2008. – №3. – С. 38-44.
7. Гвардин С.В. IPO: Стратегия, перспективы и опыт российских компаний/ С.В. Гвардин. – М.: Вершина, 2007.– 264 с.
8. Гукасян З.О. Влияние структуры акционерной собственности на корпоративное управление в нефтегазовых компаниях // Наука и бизнес: пути развития. 2017. № 3(44). – С 30-41.
9. Гукасян З.О. Методика расчета интегрального показателя качества корпоративного управления / З.О. Гукасян // Экономика: вчера, сегодня, завтра. - 2016. - № 7. – С 108-114.

10. Дедкова М.В. Капитализация компании: теоретический аспект / М.В. Дедкова // Вестник МГУС – 2007. – № 1. – С 48-50.
11. Живетин В.Б., Управление рисками рыночных систем (математическое моделирование) / В.Б. Живетин. – М.: Бон Анца, 2009. – 436 с.
12. Зиньковская М.Г., Раева Т.В. Капитализация компании: теоретический аспект / М.Г. Зиньковская, Т.В. Раева // Новая наука: Проблемы и перспективы – 2016. – № 10-1. – С 130-136.
13. Ипполитов В.А. Мировой фондовый рынок: история развития и современное состояние / В.А. Ипполитов // Российский внешнеэкономический вестник – 2006. – № 3. – С 18-31.
14. Лавренова Е.С. Особенности биржевой торговли российского рынка ценных бумаг / Е.С. Лавренова // Juvenis scientia – 2016. – № 1. – С 59-62.
15. Лебедев А.С., Теньковская С.А. Причинно-следственные связи между факторами капитализации российских нефтяных компаний / А.С. Лебедев, С.А. Теньковская // Общество: политика, экономика, право – 2016. – № 11 (197). – URL: http://domhorsk.ru/rus/files/arhiv_zhurnala/pep/2016/11/economics/lebedev-tenkovskaya.pdf (дата обращения: 03.01.2019).
16. Лузина Д.С., Рогова Е.М. Оценка влияния сделок слияний и поглощений на фундаментальную стоимость компаний на развивающихся рынках капитала (на примере стран BRICS) / Д.С. Лузина, Е.М. Рогова // Корпоративные финансы – 2015. – № 3 (35). – С 27-50.
17. Мамишев В.И. Структура капитала и ее влияние на стоимость компании / В.И. Мамишев // Проблемы современной экономики – 2015. – № 1 (53). – С 91-95.
18. Масленников М.И. Региональные тенденции капитализации бизнеса в условиях роста финансовой нестабильности / М.И. Масленников // Экономика региона – 2014. – № 2. – С 141-149.
19. Малиновский П.В. Капитализация и виды капиталов [Электронный ресурс] / П.В. Малиновский – URL:

http://www.shkp.ru/lib/archive/metodologies/kapital/2003/2003,_Palanga,_rasshifrovki.zip (дата обращения: 23.12.2018).

20. Малова Т.А. Капитализация в условиях структурных особенностей российской экономики (концептуальный подход) / Т.А. Малова // Аудит и финансовый анализ. – 2015. – №5. – С. 287-291.
21. Малова Т.А. Капитализация: предпосылки национального прорыва Т.А. Малова // Финансовый бизнес. – 2016. – январь-февраль. – С. 39-46.
22. Маркетинговые стратегии роста прибыльности и стоимости бизнеса. Практика крупных российских компаний/ под ред. А.А.Бравермана. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2006. – 319 с.
23. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии, т.1 Книга I: Процесс производства капитала / К.Маркс. – М.:Политиздат, 1983. – 905 с.
24. Машьянова Е.Е. Сущность капитализации субъектов предпринимательской деятельности // Экономика и управление. – 2014. – № 1. – С 77-85.
25. Наливайский В.Ю., Демиденко Т.И. Влияние политических факторов на рыночную капитализацию крупнейших российских компаний / В.Ю. Наливайский, Т.И. Демиденко // Финансы и кредит – 2010. – № 21 (405). – С 2-6.
26. Наливайский В.Ю., Демиденко Т.И. Рейтинговая оценка значимости факторов, влияющих на капитализацию российских корпораций / В.Ю. Наливайский, Т.И. Демиденко // Финансы и кредит – 2010. – № 32 (416). – С 28-33.
27. Пирс Дж., Робинсон Р. Стратегический менеджмент / Дж. Пирс. - СПб.: Питер, 2013. – 568 с.
28. Ревуцкий Д.Л. Рыночная стоимость и рыночная цена предприятия и других бизнес-объектов / Д.Л. Ревуцкий // Вопросы оценки. – 2011. – №1. – С. 38-43.
29. Ревуцкий Д.Л. Стоимость, оценка, капитализация и вероятная цена предприятия / Д.Л. Ревуцкий // Вопросы оценки. – 2012. – №3. – С. 26-32.

30. Родионова И.А., Шкваря Л.В. На пороге «Азиатского индустриального века» // Азия и Африка сегодня. – 2012. – №12(665). – С 2-5.
31. Рудель Л.П. Влияние макроэкономических факторов на динамику капитализации промышленных предприятий региона / Л.П. Рудель // Вестник ЮУрГУ – 2017. – № 39. – С 55-60.
32. Самсонова Л.И. Финансовые методы повышения капитализации компаний / Л.И. Самсонова // Вестник РЭА – 2016. – № 6. – С 54-66.
33. Сахаров А.Ю. Понятийный аппарат и классификационные системы капитализации промышленных предприятий // Управление экономическими системами. – 2014. – № 12. – С 51-63.
34. Симонян А. Х. Факторы, влияющие на капитализацию предприятий // Известия Уральского государственного горного университета. 2014. № 2(34). – С 60-68.
35. Сирота Л.В. Капитализация как индикатор эффективного развития корпорации / Л.В. Сирота // Российское предпринимательство. - 2010. – 9-1. – С 35-43.
36. Сыроежин А.С. Управление структурой капитала компании / А.С. Сыроежин // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ) – 2015. – № 3. – С 172-179.
37. Ткаченко Д.Ю. Влияние корпоративного управления на рыночную стоимость компаний / Д.Ю. Ткаченко // Экономика и управление – 2013. – № 5 (31). – С 159-163.
38. Уханов В.В. Анализ и оценка макроэкономических факторов, влияющих на формирование рыночной стоимости акций / В.В. Уханов // Вестник Самарского государственного экономического университета – 2010. – № 11 (61). – С 110-114.
39. Уханов В.В. Влияние внешних финансовых факторов на формирование стоимости акций организации / В.В. Уханов // Вестник Самарского государственного экономического университета – 2011. – № 10 (72). – С 106-110.

40. Хахонова Н.Н. Определение рыночной стоимости фирмы методом капитализации дохода / Н.Н. Хахонова // Современные наукоемкие технологии – 2013. – № 5 – С 81-83.
41. Хотинская Г.И. Капитализация как фактор укрепления финансовой устойчивости компании / Г.И. Хотинская // Финансовый менеджмент – 2009. – № 4. – С 26-30.
42. Чернявский А. Г. О геолого-экономической и стоимостной оценке объектов твердых полезных ископаемых // Минеральные ресурсы России. 2013. № 2. – С 19-26.
43. Шимко О.В. Финансово-экономический анализ современного состояния мировой нефтегазодобывающей отрасли / О.В. Шимко // Экономика и предпринимательство – 2014. – 9 (50). – С. 482-488.
44. Шохин Е. И. Финансовый менеджмент / Е. И. Шохин – Москва: КНОРУС, 2013. – 359 с.
45. Щербаков В.А., Щербакова Н.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова – М.: Омега-Л, 2012. – 315 с.
46. Эдер Л.В., Филимонова И.В., Мочалов Р.А. Эффективность бизнес-стратегий российских нефтегазовых компаний // Бурение и нефть. - 2015. - № 3. – С 3-8.
47. Юдкина Л.В., Берлин Ю.И., Коробейчик В.А. Вопросы формирования рыночной стоимости публичных компаний России / Л.В. Юдкина, Ю.А. Берлин, В.А. Коробейчик // Альмонах современной науки и образования – 2011. – № 12 (55). – С 100-107.
48. Юдкина Л.В. Динамика капитализации российского рынка акций в сравнении с развивающимися и развитыми рынками / Л.В. Юдкина // Финансы и кредит. – 2015. – №41. – С 23-26.
49. Юдкина Л.В., Берлин Ю.И. Статистический анализ взаимосвязей показателей управления капиталом и рыночной стоимости публичных компаний России / Л.В. Юдкина, Ю.И. Берлин // Финансы и кредит – 2010. – № 10 (394). – С 40-50.

50. Ядгаров Я.С. Эволюция теории стоимости/ Стерликов Ф.Ф., Хвинтелиани В.Г., Ядгаров Я.С. – М.: Современная экономика и право, 2010.– 141 с.
51. Годовой отчет за 2007 год [Электронный ресурс] // ПАО «НК «Роснефть» – URL: http://www.rosneft.ru/attach/0/57/88/a_report_2007.pdf (дата обращения: 12.01.2019).
52. Годовой отчет ОАО «Газпром» за 2015 год [Электронный ресурс] // ПАО «Газпром» – URL: <http://www.gazprom.ru/f/posts/26/228235/gazprom-annual-report-2015-ru.pdf> (дата обращения: 12.01.2019).
53. Годовой отчет ОАО «Газпром» за 2017 год [Электронный ресурс] // ПАО «Газпром» – URL: <http://www.gazprom.ru/f/posts/26/228235/gazprom-annual-report-2017-ru.pdf> (дата обращения: 12.01.2019).
54. Московская биржа [Электронный ресурс] // Официальный сайт – URL: <https://www.moex.com> (дата обращения: 12.01.2019).
55. Структура акционерного капитала ПАО «Газпром» [Электронный ресурс] // ПАО «Газпром» – URL: <http://www.gazprom.ru/investors/structure/> (дата обращения: 12.01.2019).
56. Справочник «Газпром в цифрах», 2011–2015 [Электронный ресурс] // ПАО «Газпром» – URL: <http://www.gazprom.ru/f/posts/26/228235/gazprom-in-figures-2011-2015-ru.pdf> (дата обращения: 12.01.2019).
57. InvestFunds [Электронный ресурс] // Официальный сайт об инструментах для частных инвесторов. – Электрон. дан. – URL: <https://investfunds.ru/stocks/Gazprom/> (дата обращения: 20.12.2018).
58. Brand Finance Global 500: The annual report on the world's most valuable brands, April 2009 [Электронный ресурс] – URL: http://www.brandfinance.com/Uploads/pdfs/GB500_REPORT_09_WEB.pdf (дата обращения: 08.01.2019).